Bericht

über die Prüfung des Verschmelzungsvertrags gemäß §§ 2 Abs. 1, 60 ff. UmwG

und über

die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG für die beabsichtigte Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der

XCOM Aktiengesellschaft,
Willich,

auf die

FinTech Group AG,
Frankfurt am Main

VALUATION & ADVISORY AG

INHALTSVERZEICHNIS

Seite

ABBILDUNGSVERZEICHNIS V

TABELLENVERZEICHNIS VI

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS IX

A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG 1

I. Auftrag 1
II. Auftragsdurchführung 3

B. VERSCHMELZUNGSPRÜFUNG 7

I. Gegenstand und Umfang der Prüfung 7
II. Prüfung des Verschmelzungsvertrags 8
1. Bezeichnung der beteiligten Rechtsträger (§ 5 Abs. 1 Nr. 1 UmwG) 8
2. Vereinbarung über die Vermögensübertragung (§ 5 Abs. 1 Nr. 2 UmwG) 8
3. Angabe zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre (§ 62 Abs. 5 Satz 2 UmwG) 9
4. Verschmelzungsstichtag (§ 5 Abs. 1 Nr. 6 UmwG) 10
5. Gewährung besonderer Rechte (§ 5 Abs. 1 Nr. 7 UmwG) 10
6. Gewährung besonderer Vorteile (§ 5 Abs. 1 Nr. 8 UmwG) 11
7. Folgen für die Arbeitnehmer und deren Vertretungen (§ 5 Abs. 1 Nr. 9 UmwG) 11
8. Ergebnis 11

C. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG 12

D. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG 14

I. Methode zur Ermittlung der Barabfindung 14
II. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung 15
1. Ertragswert und Discounted Cash Flow 15
2. Liquidationswert 18
3. Substanzwert 19

4. Vergleichende Marktbewertung 19
5. Vorerwerbe 19
6. Börsenwert 20
7. Ergebnis 20
III. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung 21

E. PRÜFUNGSFESTSTELLUNGEN IM EINZELNEN 22

I. Bewertungsobjekt 22
1. Rechtliche Grundlagen 22
2. Wirtschaftliche Grundlagen 25
II. Bewertungsstichtag 31
III. Bewertungsverfahren 31
IV. Ermittlung des Unternehmenswertes 34
1. Markt und Wettbewerbssituation 34
a) Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen 34
b) Konjunkturelle Rahmenbedingungen 36
c) Branchenspezifische Rahmenbedingungen 38
d) Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzeptes 41
2. Vergangenheitsanalyse 42
a) Vorbemerkung 42
b) XCOM-Konzern 43
c) Geschäftsbereich XCOM 46
d) Geschäftsbereich biw Bank 50
3. Planungsprozess 54
4. Planungstreue 55
a) Geschäftsbereich XCOM 55
b) Geschäftsbereich biw Bank 57
5. Analyse der Planung 59
a) Geschäftsbereich XCOM 59
b) Geschäftsbereich biw Bank 66
6. Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses 75
a) Geschäftsbereich XCOM 75
b) Geschäftsbereich biw Bank 78
7. Ableitung der Nettoausschüttungen 81
a) Geschäftsbereich XCOM 81
b) Geschäftsbereich biw Bank 84
8. Kapitalisierungszinssatz 87
a) Vorbemerkung 87
b) Basiszinssatz 87
c) Risikozuschlag 90
d) Wachstumsabschlag 101
e) Darstellung der Kapitalisierungszinssätze 103
9. Ertragswert des operativen Geschäfts 104
a) Geschäftsbereich XCOM 104
b) Geschäftsbereich biw Bank 105
10. Wert der gesondert bewerteten Vermögenswerte 106
11. Unternehmenswert und Wert je Aktie 108
V. Vergleichende Marktbewertung 109
1. Vorgehensweise 109

2. Ergebnisse der Multiplikatormethoden 111
a. Trading Multiples 111
b. Transaction Multiples 118
c. Fazit 119
VI. Sensitivitätsanalysen 120

F. ABLEITUNG DER BARABFINDUNG 123

G. ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG 124

ANLAGEN

1 Beschluss der 3. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf vom 5. April 2017 über die Bestellung der IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, zum sachverständigen Prüfer zur Prüfung des im Rahmen der beabsichtigen Verschmelzung abzuschließenden Verschmelzungsvertrags (Verschmelzungsprüfer) sowie zur Ermittlung der Angemessenheit der Barabfindung (Angemessenheitsprüfer)

2 Entwurf des Verschmelzungsvertrages vom 19. Mai 2017

3 Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1:	Gesellschaftsrechtliche Struktur der XCOM-Gruppe	24
Abbildung 2:	Geschäftsmodell der FinTech Group AG	26
Abbildung 3:	Wesentliche Geschäftsbereiche der XCOM-Gruppe	27
Abbildung 4:	Entwicklung der Umsatzerlöse (Mio. €) und der EBITDA-Marge (%) von 2014 bis 2016	30
Abbildung 5:	Kursentwicklung des DAX und VDAX-NEW im Zeitraum vom 1.1.2016 bis 28.4.2017	36
Abbildung 6:	Handelsvolumen DAX (Mio. Stück) und VDAX-NEW im Zeitraum vom 1.1.2016 bis 28.4.2017	38
Abbildung 7:	Ausgewählte Wettbewerber der FinTech Group AG / XCOM-Gruppe	41
Abbildung 8:	Entwicklung der Umsatzerlöse aus dem IT-Geschäft im Geschäftsbereich XCOM nach Geschäftsarten	60
Abbildung 9:	Entwicklung der Umsatzerlöse nach Umsatzarten im Geschäftsbereich biw Bank	67
Abbildung 10:	Entwicklung der Aufwendungen nach Aufwandsarten im Geschäftsbereich biw Bank	69
Abbildung 11:	Entwicklung der CIR und der Eigenkapitalrendite nach Steuern	72
Abbildung 12:	Benchmarking der EBITDA-Marge im Geschäftsbereich XCOM	77
Abbildung 13:	Benchmarking der Kosten-Ertragsrelation im Geschäftsbereich biw Bank	80
Abbildung 14:	Bandbreite des Marktwerts des Eigenkapitals im Geschäftsbereich XCOM	113
Abbildung 15:	Bandbreite des Marktwerts des Eigenkapitals im Geschäftsbereich biw Bank (KGV-Multiplikatoren)	115
Abbildung 16:	Bandbreite des Marktwerts des Eigenkapitals im Geschäftsbereich biw Bank (P/B-Multiplikatoren)	117

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1:	Rechtliche Verhältnisse der XCOM AG	23
Tabelle 2:	Gewinn- und Verlustrechnung des XCOM-Konzerns für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016	43
Tabelle 3:	Vermögens- und Kapitalstruktur des XCOM-Konzerns für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016	44
Tabelle 4:	Pro-Forma-Ertragslage des Geschäftsbereichs XCOM für die Geschäftsjahre 2015 und 2016	46
Tabelle 5:	Bereinigte EBITDA des Geschäftsbereichs XCOM für die Geschäftsjahre 2015 und 2016	49
Tabelle 6:	Pro-Forma-Ertragslage des Geschäftsbereichs biw Bank für die Geschäftsjahre 2015 und 2016	50
Tabelle 7:	Bereinigte EBT des Geschäftsbereichs biw Bank für die Geschäftsjahre 2015 und 2016	53
Tabelle 8:	Analyse der Planungstreue der XCOM AG für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016	56
Tabelle 9:	Analyse der Planungstreue der biw Bank AG für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016	57
Tabelle 10:	Planungsrechnung des Geschäftsbereichs XCOM bis zum EBITDA	59
Tabelle 11:	Angepasste Planungsrechnung des Geschäftsbereichs XCOM bis zum EBITDA	65
Tabelle 12:	Planungsrechnung des Geschäftsbereichs biw Bank bis zum EBT	66
Tabelle 13:	Risikogewichtete Aktiva, Eigenkapital und Kernkapitalquote im Geschäftsbereich biw Bank	73
Tabelle 14:	Angepasste Planungsrechnung des Geschäftsbereichs biw Bank bis zum EBT	74
Tabelle 15:	Entwicklung des EAT des Geschäftsbereichs XCOM in der Detailplanungsphase, Überleitungsphase und in der Phase der ewigen Rente	76
Tabelle 16:	Entwicklung des EAT des Geschäftsbereichs biw in der Detailplanungsphase, Überleitungsphase und in der Phase der ewigen Rente	79
Tabelle 17:	Ermittlung der Nettoausschüttungen des Geschäftsbereichs XCOM	84
Tabelle 18:	Ermittlung der Nettoausschüttungen des Geschäftsbereichs biw Bank	86

Tabelle 19:	Vergleich der Peer Group-Unternehmen im Geschäftsbereich XCOM	96
Tabelle 20:	Betafaktor der Peer Group (zwei Jahre wöchentlich) für den Geschäftsbereich XCOM	97
Tabelle 21:	Betafaktor der Peer Group (drei Jahre wöchentlich) für den Geschäftsbereich XCOM	97
Tabelle 22:	Betafaktor der Peer Group (fünf Jahre monatlich) für den Geschäftsbereich XCOM	97
Tabelle 23:	Vergleich der Peer Group-Unternehmen im Geschäftsbereich biw Bank	100
Tabelle 24:	Betafaktor der Peer Group für den Geschäftsbereich biw Bank	101
Tabelle 25:	Ermittlung der Eigenkapitalkosten für den Geschäftsbereich XCOM im Detailplanungszeitraum und in der ewigen Rente	103
Tabelle 26:	Ermittlung der Eigenkapitalkosten für den Geschäftsbereich biw Bank im Detailplanungszeitraum und in der ewigen Rente	104
Tabelle 27:	Ertragswert des Geschäftsbereichs XCOM zum 3. Juli 2017	105
Tabelle 28:	Ertragswert des Geschäftsbereichs biw Bank zum 3. Juli 2017	106
Tabelle 29:	Übersicht Sonderwerte	107
Tabelle 30:	Unternehmenswert der XCOM-Gruppe zum 3. Juli 2017	108
Tabelle 31:	Wert je Aktie der XCOM-Gruppe zum 3. Juli 2017	108
Tabelle 32:	Trading Multiples des Geschäftsbereichs XCOM (EBITDA-Multiplikatoren)	111
Tabelle 33:	Marktwert des Eigenkapitals des Geschäftsbereichs XCOM (EBITDA-Multiplikatoren)	112
Tabelle 34:	Trading Multiples des Geschäftsbereichs biw Bank (KGV-Multiplikatoren)	114
Tabelle 35:	Marktwert des Eigenkapitals des Geschäftsbereichs biw Bank (KGV-Multiplikatoren)	115
Tabelle 36:	Trading Multiples des Geschäftsbereichs biw Bank (P/B-Multiplikatoren)	116
Tabelle 37:	Marktwert des Eigenkapitals des Geschäftsbereichs biw (P/B-Multiplikatoren)	116
Tabelle 38:	Transaction Multiples des Geschäftsbereichs XCOM (EBITDA-Multiplikatoren)	118
Tabelle 39:	Transaction Multiples des Geschäftsbereichs biw Bank (P/B-Multiplikatoren)	119
Tabelle 40:	Wert je Aktie bei Veränderung des Basiszinssatzes	120
Tabelle 41:	Wert je Aktie bei Veränderung der Marktrisikoprämie	121
Tabelle 42:	Wert je Aktie bei Veränderung des (unverschuldeten) Betafaktors für den Geschäftsbereich XCOM	121

Tabelle 43: Wert je Aktie bei Veränderung des (verschuldeten) Betafaktors für den Geschäftsbereich biw Bank 122

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
ASX	FTSE All-Share Index
B2B	Business-to-Business
B2C	Business-to-Customer
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
biw Bank AG	biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Frankfurt am Main
BPO	Business Process Outsourcing
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite Deutscher Aktienindex
CFD	Contracts for Difference
CIR	Cost-Income-Ratio, Kosten-Ertragsrelation
c.p.	ceteris paribus
CRR	Capital Requirements Regulation
DAI	Deutsches Aktieninstitut e.V., Frankfurt am Main
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
d.h.	das heißt
EACVA	European Association of Certified Valuators and Analysts e.V.
EAT	Earnings after Taxes, Ergebnis nach Steuern
EBIT	Earnings before Interest and Taxes; Ergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization; Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
EBT	Earnings before Taxes, Ergebnis vor Steuern
ECM	Equity Capital Markets
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
EK	Eigenkapital
EStG	Einkommensteuergesetz
etc.	et cetera

EU	Europäische Union
e.V.	eingetragener Verein
EV	Enterprise Value; Gesamtunternehmenswert
€	Euro
f.	folgende
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FinTech Group AG	FinTech Group AG, Frankfurt am Main
ff.	[und] die folgenden
flatex GmbH	flatex GmbH, Kulmbach
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
HR	Hochrechnung
HRB	Handelsregister Abteilung B
i.d.F.	in der Fassung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IFRS	International Financial Reporting Standards
i.H.v.	in Höhe von
IKB	IKB Deutsche Industrie Bank AG, Düsseldorf
inkl.	inklusive
insb.	insbesondere
i.S.d.	im Sinne des
i.V.m.	in Verbindung mit
IVA	IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
IWF	Internationaler Währungsfonds
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
Mio. €	Millionen Euro
Mrd. €	Milliarden Euro
n.b.V.	nicht betriebsnotwendiges Vermögen
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum
pers.	persönlichen
Plc.	Public Limited Company

PwC	PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
RAY	Russell 3000 Index
rd.	rund
ROE	Return on Equity; Eigenkapitalrentabilität
RWA	Risk Weighted Assets; risikogewichtete Aktiva
S	Standard
S.	Seite
SE	Societas Europaea; Europäische Aktiengesellschaft
SPI	Swiss Performance Index
sog.	sogenannt(e)
Tax-CAPM	Tax Capital Asset Pricing Model
Tsd.	Tausend
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
u.E.	unseres Erachtens
UE	Umsatzerlöse
UmwG	Umwandlungsgesetz
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
vgl.	vergleiche
ViTrade GmbH	ViTrade GmbH, Willich
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
XCOM AG	XCOM Aktiengesellschaft, Willich
XCOM Finanz GmbH	XCOM Finanz GmbH, Willich
Xervices GmbH	Xervices GmbH, Willich
z.B.	zum Beispiel
ZB	Registerzeichen des BGH für Zivilsachen

A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

I. Auftrag

1. Die FinTech Group AG, Frankfurt am Main („FinTech Group AG“ oder „Hauptaktionärin“), hat am 28. März 2017 dem Vorstand der XCOM Aktiengesellschaft, Willich („XCOM AG“ oder „Gesellschaft“), mitgeteilt, dass sie zum Zwecke der Vereinfachung der Konzernstruktur eine Verschmelzung der XCOM AG als übertragende Rechtsträgerin auf die FinTech Group AG als übernehmende Rechtsträgerin anstrebt.

2. Die FinTech Group AG und die XCOM AG beabsichtigen, am 29. Mai 2017 einen Vertrag über die Übertragung des Vermögens der XCOM AG als Ganzes im Wege der Verschmelzung durch Aufnahme nach § 2 Nr. 1 UmwG auf die FinTech Group AG abzuschließen. Der Vorstand der FinTech Group AG hat darüber hinaus dem Vorstand der XCOM AG am 28. März 2017 mitgeteilt, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der XCOM AG nach Maßgabe des § 62 Abs. 5 S. 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG (sog. umwandlungsrechtlicher Squeeze-Out) erfolgen soll.

3. Voraussetzung für den umwandlungsrechtlichen Squeeze-Out ist, dass der Hauptaktionärin mindestens 90 % des Grundkapitals der übertragenden Aktiengesellschaft gehören. In diesem Fall kann die Hauptversammlung der übertragenden Aktiengesellschaft gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrages einen Beschluss nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung fassen.

4. Ausweislich eines Depotauszugs der Commerzbank AG, Bayreuth, vom 15. Mai 2017 hält die FinTech Group AG unmittelbar 548.124 der insgesamt 567.603 auf den Namen lautenden Stückaktien der XCOM AG. Damit entspricht der Anteil der FinTech Group AG rund 96,57 % des Grundkapitals der XCOM AG. Die XCOM AG hält auskunftsgemäß keine eigenen Aktien. Allerdings hält die zur XCOM-Gruppe gehörende biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Frankfurt am Main („biw Bank AG“), 12.759 Aktien an der XCOM AG.

5. Die ordentliche Hauptversammlung der XCOM AG, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der XCOM AG auf die FinTech Group AG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen soll, ist für den 3. Juli 2017 geplant.

6. Nach § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG ist die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung durch einen oder mehrere

sachverständige Prüfer zu prüfen. Gemäß §§ 60, 9 Abs. 1 UmwG ist in diesem Zusammenhang auch der Verschmelzungsvertrag oder sein Entwurf durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer (Verschmelzungsprüfer) zu prüfen.

7. Mit Beschluss vom 5. April 2017 hat die 3. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf die IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main (kurz: „IVA"), zum sachverständigen Prüfer für die Prüfung des im Rahmen der beabsichtigten Verschmelzung abzuschließenden Verschmelzungsvertrags sowie zum sachverständigen Prüfer zur Ermittlung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt (vgl. Anlage 1). Die FinTech Group AG hat uns daraufhin mit der Prüfung der Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung beauftragt.

8. Die Festlegung der Höhe der Barabfindung durch die FinTech Group AG basiert auf einer Unternehmensbewertung der XCOM AG, die auf Basis allgemein anerkannter Unternehmensbewertungsgrundsätze durchgeführt wurde. Der Unternehmenswert der XCOM AG wurde im Auftrag der FinTech Group AG durch die PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main (kurz: „PwC" oder „Bewertungsgutachterin"), ermittelt. Die Bewertungsgutachterin hat bei ihrer Bewertung den IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) herangezogen und ihre Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion als neutraler Gutachter mit Datum vom 17. Mai 2017 erstattet. Den Inhalt und das Ergebnis der Gutachtlichen Stellungnahme hat sich die Hauptaktionärin in vollem Umfang zu Eigen gemacht. Die Gutachtliche Stellungnahme ist dem Übertragungsbericht der Hauptaktionärin als Anlage 2 beigefügt.

9. Die zu gewährende Barabfindung wurde ausgehend von dieser Bewertung durch die FinTech Group AG festgelegt. Die Ausführungen zur Ermittlung des Unternehmenswertes der XCOM AG auf den Stichtag 3. Juli 2017 sowie zur Festlegung der Barabfindung gemäß § 327b AktG sind im Übertragungsbericht der FinTech Group AG als Hauptaktionärin der XCOM AG über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der XCOM AG auf die FinTech Group AG sowie über die Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG vom 19. Mai 2017 (kurz: „Übertragungsbericht") wiedergegeben.

II. Auftragsdurchführung

10. Wir wurden am 13. April 2017 mit der Prüfung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung beauftragt, die wir bis zum 19. Mai 2017 in den Geschäftsräumen der Gesellschaft in Willich und Frankfurt am Main sowie in unseren Büros in Frankfurt am Main, Hamburg und in Landau in der Pfalz durchgeführt haben. Die als Grundlage der Wertermittlung dienenden Planungsrechnungen und Unterlagen zur Bewertung der XCOM AG haben wir erhalten und in Gesprächen mit Vertretern der Gesellschaft sowie der Bewertungsgutachterin PwC auf ihre Plausibilität überprüft.

11. Unsere Prüfung erfolgte dabei überwiegend zeitlich parallel zu den Bewertungsarbeiten. Dabei haben wir unsere Prüfungshandlungen jeweils unmittelbar nach Fertigstellung und Vorlage von Teilergebnissen durch die Bewertungsgutachterin durchgeführt. Die Ergebnisse der Bewertungsgutachterin haben wir anhand eigener Analysen plausibilisiert und ergänzende Sensitivitätsrechnungen durchgeführt.

12. Für die Durchführung der Prüfung standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:

- Handelsregisterauszug der XCOM AG vom 2. Januar 2017;
- Satzung der XCOM AG in der Fassung vom 4. Juli 2016;
- Entwurf des Verschmelzungsvertrags vom 19. Mai 2017 sowie vorhergehende Entwürfe;
- Gemeinsamer Bericht der Vorstände der XCOM AG und der FinTech Group AG über die Verschmelzung der XCOM AG auf die FinTech Group AG vom 19. Mai 2017 („Verschmelzungsbericht“) sowie vorhergehende Entwürfe;
- Übertragungsbericht vom 19. Mai 2017 sowie vorhergehende Entwürfe;
- Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der XCOM AG und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG zum Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung, dem 3. Juli 2017, der PwC vom 17. Mai 2017 („Bewertungsgutachten“) sowie vorhergehende Entwürfe;

- geprüfter und mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg, versehener Konzernabschluss und Konzernlagebericht nach HGB der XCOM AG für das Geschäftsjahr 2014;

- vom Management der Gesellschaft erstellte Teilkonzernabschlüsse nach HGB der XCOM-Gruppe für die Geschäftsjahre 2015 und 2016;

- geprüfte und jeweils mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg, versehene Jahresabschlüsse und Lageberichte der biw Bank AG für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 (für 2016 nur Kurz-Testat vorliegend)

- geprüfte und jeweils mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg, versehene Jahresabschlüsse und Lageberichte der XCOM AG für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016;

- geprüfte und jeweils mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg, versehene Jahresabschlüsse der ViTrade GmbH, Willich („ViTrade GmbH"), für die Geschäftsjahre 2015 und 2016;

- Prüfungsberichte zu den Abhängigkeitsberichten gemäß § 312 AktG über die Beziehungen der XCOM AG zu verbundenen Unternehmen für die Geschäftsjahre 2015 und 2016;

- Prüfungsbericht zum Abhängigkeitsbericht gemäß § 312 AktG über die Beziehungen der biw Bank AG zu verbundenen Unternehmen für das Geschäftsjahr 2015;

- Abhängigkeitsbericht gemäß § 312 AktG über die Beziehungen der biw Bank AG zu verbundenen Unternehmen für das Geschäftsjahr 2016;

- vom Vorstand erstellte konsolidierte Unternehmensplanung der XCOM-Gruppe einschließlich Planungsrechnungen für die einzelnen Gesellschaften der Gruppe für die Geschäftsjahre 2017 bis 2021;

- sonstige für die Bewertung relevante Unterlagen und Informationen;

- Auszüge aus den Arbeitspapieren der Bewertungsgutachterin.

13. Darüber hinaus haben wir auf öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.

14. Ergänzende Auskünfte wurden uns vom Vorstand der XCOM AG und den von ihm benannten Auskunftspersonen erteilt. Der Vorstand der XCOM AG und der FinTech Group AG haben uns gegenüber jeweils am 19. Mai 2017 schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Erstellung der gutachtlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt wurden.

15. Die in der Stellungnahme **IDW S 1** des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland enthaltenen Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen in der Fassung vom 2. April 2008 haben wir ebenso wie die EACVA Professional Standards beachtet.

16. Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir in die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachterin PwC Einsicht genommen.

17. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 19. Mai 2017 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der ordentlichen Hauptversammlung der XCOM AG am 3. Juli 2017 wesentliche Veränderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der XCOM AG ergeben, wären diese bei der Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

18. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, Jahresabschlüsse, Lageberichte oder Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Diese Prüfungen sind nicht Gegenstand einer Angemessenheitsprüfung der Barabfindung von Minderheitsaktionären. Die Übereinstimmung der Jahres- bzw. Konzernabschlüsse und Lageberichte bzw. Konzernlageberichte mit den jeweiligen Rechnungslegungsvorschriften ist vom Abschlussprüfer der jeweiligen Gesellschaften für die oben genannten Geschäftsjahre jeweils uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahres- und Konzernabschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir daher von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

19. Der Prüfungsbericht dient der Dokumentation unserer Prüfung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung. Die Verwendung unseres Prüfungsberichts außerhalb der schriftlichen und mündlichen Berichterstattung an die Aktionäre bzw. die Hauptversammlung der XCOM AG, der Information der Organe, der Vorlage beim Registergericht sowie im Rahmen eventueller Gerichtsverfahren (z.B. Spruchverfahren) bedarf unserer vorherigen schriftlichen Einwilligung. Ohne diese schriftliche Einwilligung darf unser Prüfungsbericht nicht an Dritte weitergeben werden. Die Einwilligung wird nicht aus unbilligen Gründen verweigert werden.

20. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die als Anlage 3 beigefügten **Allgemeinen Auftragsbedingungen** für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgebend. Bei einer Verwendung unseres Berichts für andere als dem Auftrag zugrunde liegende Zwecke ist dafür Sorge zu tragen, dass auch in diesen Fällen die vorgenannten Allgemeinen Auftragsbedingungen Anwendung finden.

21. Wir weisen darauf hin, dass die im Prüfungsbericht nachfolgend dargestellten Berechnungen grundsätzlich ohne Nachkommastelle ausgewiesen werden. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition und Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- und Gesamtsummen führen. Soweit nicht gesondert erläutert, entsprechen sämtliche für die XCOM-Gruppe wiedergegebenen Finanzzahlen den Bestimmungen des Handelsgesetzbuches (HGB)

B. VERSCHMELZUNGSPRÜFUNG

I. Gegenstand und Umfang der Prüfung

22. Die Verschmelzungsprüfung erstreckt sich gemäß § 60 i.V.m. § 9 Abs. 1 UmwG auf die Prüfung der Vollständigkeit und Richtigkeit der im Verschmelzungsvertrag oder seinem Entwurf enthaltenen Angaben. Aufgrund des umwandlungsrechtlichen Squeeze-Out ist im vorliegenden Fall kein Umtauschverhältnis zu prüfen.

23. Gegenstand unserer Prüfung ist der Entwurf des Verschmelzungsvertrages zwischen der XCOM AG als übertragender Gesellschaft und der FinTech Group AG als aufnehmender Gesellschaft vom 19. Mai 2017.

24. Der gemeinsame Verschmelzungsbericht der Vorstände der XCOM AG und der FinTech Group AG gemäß § 8 UmwG, in dem die Zusammenführung insgesamt und der Verschmelzungsvertrag im Detail rechtlich und wirtschaftlich erläutert und begründet werden, ist nicht Gegenstand der gesetzlichen Verschmelzungsprüfung. Es gehört auch nicht zu den Aufgaben des Verschmelzungsprüfers, die Zweckmäßigkeit oder Wirtschaftlichkeit des Zusammenschlusses zu beurteilen.

25. Der Umfang der Prüfung wird in § 9 Abs. 1 UmwG nicht explizit geregelt. Nach der Rechtsprechung des BGH ist der Verschmelzungsvertrag oder dessen Entwurf auf Vollständigkeit und Richtigkeit zu prüfen.

26. Die Prüfung der Vollständigkeit des Verschmelzungsvertrages erstreckt sich darauf, ob die allgemeinen und rechtsformspezifischen Mindestangaben des UmwG enthalten sind. Gemäß §§ 5 Abs. 1, 62 Abs. 5 Satz 2 UmwG muss der Verschmelzungsvertrag im vorliegenden Fall mindestens folgende Angaben enthalten:

- die Firma und der Sitz der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger;
- die Vereinbarung über die Übertragung des Vermögens jedes übertragenden Rechtsträgers als Ganzes;
- die Angabe, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft erfolgen soll;

- den Zeitpunkt, von dem an die Handlungen der übertragenden Rechtsträger als für Rechnung des übernehmenden Rechtsträgers vorgenommen gelten (Verschmelzungsstichtag);

- die Rechte, die der übernehmende Rechtsträger einzelnen Anteilsinhabern sowie den Inhabern besonderer Rechte gewährt, oder die für diese Personen vorgesehenen Maßnahmen;

- jeden besonderen Vorteil, der einem Mitglied eines Vertretungsorgans oder eines Aufsichtsorgans der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger, einem Abschlussprüfer oder einem Verschmelzungsprüfer gewährt wird;

- die Folgen der Verschmelzung für die Arbeitnehmer und ihre Vertretungen sowie die insoweit vorgesehenen Maßnahmen.

27. Die Prüfung der Richtigkeit der Angaben im Verschmelzungsvertrag erstreckt sich darauf, ob diese sachlich zutreffend und in sich widerspruchsfrei sind. Maßgeblich ist, dass die zugrunde gelegten Sachverhalte den tatsächlichen Gegebenheiten entsprechen und Prognosen und Einschätzungen plausibel sind.

II. Prüfung des Verschmelzungsvertrags

28. Wir haben den Entwurf des Verschmelzungsvertrags hinsichtlich der in § 5 Abs. 1 i.V.m. § 5 Abs. 2 UmwG sowie § 62 Abs. 5 Satz 2 UmwG vorgeschriebenen Angaben auf Vollständigkeit und Richtigkeit geprüft und gelangen zu den folgenden Feststellungen:

1. Bezeichnung der beteiligten Rechtsträger (§ 5 Abs. 1 Nr. 1 UmwG)

29. Firma und Sitz der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften sind im Entwurf des Verschmelzungsvertrags genannt und entsprechen den Satzungen und den Eintragungen der jeweils beim Amtsgericht Frankfurt am Main und Amtsgericht Krefeld geführten Handelsregister.

2. Vereinbarung über die Vermögensübertragung (§ 5 Abs. 1 Nr. 2 UmwG)

30. Nach § 1 Abs. 1 des Entwurfs des Verschmelzungsvertrags überträgt die XCOM AG ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung gemäß § 2 Nr. 1, §§ 60 ff. UmwG auf die FinTech Group AG als übernehmende Gesellschaft (Verschmelzung durch Aufnahme). Der Vertrag nennt richtigerweise die an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften und bestimmt den Vermögensübergang durch die Verschmelzung auf die FinTech Group AG.

3. Angabe zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre (§ 62 Abs. 5 Satz 2 UmwG)

31. Der Vertrag enthält die Angabe, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft erfolgen soll (vgl. § 2 Abs. 2 des Entwurfs des Verschmelzungsvertrags). Zu diesem Zweck soll die Hauptversammlung der XCOM AG innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre der XCOM AG (Minderheitsaktionäre) auf die FinTech Group AG (Hauptaktionärin) gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (Übertragungsbeschluss gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG), deren Höhe im Übertragungsbeschluss zu bestimmen ist.

32. Die Hauptversammlung soll am 3. Juli 2017 und somit innerhalb der vorgesehenen Dreimonatsfrist erfolgen, die mit notarieller Beurkundung des Verschmelzungsvertrags – voraussichtlich am 29. Mai 2017 – beginnt.

33. Die FinTech Group AG als übernehmende Gesellschaft wird im Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Verschmelzung aufgrund des gleichzeitigen Wirksamwerdens des Übertragungsbeschlusses sämtliche Aktien an der XCOM AG als übertragende Gesellschaft halten. Dies ist durch die aufschiebende Bedingung für die Wirksamkeit dieses Vertrages in § 9 des Verschmelzungsvertrags und die gesetzliche Bestimmung in § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG sichergestellt. Daher darf die FinTech Group AG gemäß § 68 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 UmwG zur Durchführung der Verschmelzung ihr Grundkapital nicht erhöhen (vgl. § 3 des Verschmelzungsvertrags). Eine Gewährung von Aktien der FinTech Group AG als Gegenleistung für die Übertragung des Vermögens der XCOM AG erfolgt somit nicht.

34. Die FinTech Group AG als alleinige Aktionärin der XCOM AG hat bei Wirksamwerden der Verschmelzung höchstvorsorglich den Verzicht auf ein Barabfindungsangebot im Verschmelzungsvertrag (§ 29 UmwG) erklärt. Diese Angaben werden in § 3 Abs. 3 des Entwurfs des Verschmelzungsvertrags folgerichtig klargestellt.

35. Die Angaben über den Umtausch der Anteile (Angabe nach § 5 Abs. 1 Nr. 2 2. Halbsatz bis Nr. 5 UmwG), soweit sie die Aufnahme der XCOM AG betreffen, entfallen, da im Zuge der Verschmelzung keine Anteile an die Minderheitsaktionäre der XCOM AG gewährt werden. Da sich im Zeitpunkt der Verschmelzung alle Anteile der XCOM AG in der Hand der FinTech Group AG vereinigen, findet § 5 Abs. 2 UmwG zumindest entsprechend Anwendung.

36. Der Verschmelzungsvertrag regelt in § 2 Abs. 2, dass die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der XCOM AG mit dem Vermerk zu versehen ist, dass er erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister der FinTech

Group AG wirksam wird. Dies entspricht richtigerweise der Gesetzeslage (§ 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG).

4. Verschmelzungsstichtag (§ 5 Abs. 1 Nr. 6 UmwG)

37. Nach § 4 des Entwurfs des Verschmelzungsvertrages erfolgt die Übernahme des Vermögens der XCOM AG durch die FinTech Group AG im Innenverhältnis mit Wirkung zum Ablauf des 31. Dezember 2016, 24:00 Uhr. Vom 1. Januar 2017, 0:00 Uhr an gelten alle Handlungen und Geschäfte der XCOM AG als für Rechnung der FinTech Group AG vorgenommen (Verschmelzungsstichtag).

38. Der Verschmelzung wird vorbehaltlich § 8 des Vertrags gem. § 1 Abs. 2 des Verschmelzungsvertrags die Bilanz der XCOM AG zum 31. Dezember 2016 als Schlussbilanz i.S.v. § 17 Abs.2 UmwG zugrunde gelegt. Der Verschmelzungsstichtag folgt somit zutreffend dem Stichtag der Schlussbilanz der übertragenden XCOM AG unmittelbar nach.

39. Für den Fall, dass die Verschmelzung nicht bis zum Ablauf des 31. Januar 2018 durch Eintragung in das Handelsregister der FinTech Group AG als übernehmender Gesellschaft wirksam wird, wird der Verschmelzung abweichend von § 1 Abs. 2 eine auf den 31. Dezember 2017 aufzustellende Bilanz der XCOM AG als Schlussbilanz zugrunde gelegt. Der Verschmelzungsstichtag wird in diesem Fall auf den Beginn des 1. Januar 2018 verschoben.

40. Bei einer weiteren Verzögerung des Wirksamwerdens der Verschmelzung über den 31. Januar des jeweiligen Folgejahres hinaus, verschieben sich die Stichtage für die Verschmelzung entsprechend der Reglung in § 8 des Verschmelzungsvertrags jeweils um ein weiteres Jahr. Diese Regelung knüpft zeitlich stimmig an den zunächst vorgesehenen Verschmelzungsstichtag an.

5. Gewährung besonderer Rechte (§ 5 Abs. 1 Nr. 7 UmwG)

41. Nach § 6 Abs. 1 des Entwurfs des Verschmelzungsvertrages werden abgesehen von den in § 2 vorgesehenen Regelungen keine Rechte i.S.v. § 5 Abs. 1 Nr. 7 UmwG für einzelne Aktionäre oder Inhaber besonderer Rechte gewährt, noch sind besondere Maßnahmen für diese Personen vorgesehen. Diese Aussagen sind nach den uns vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünften zutreffend.

42. Die in § 2 des Verschmelzungsvertrags vorgesehenen Regelungen betreffen die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer Barabfindung.

6. Gewährung besonderer Vorteile (§ 5 Abs. 1 Nr. 8 UmwG)

43. Gemäß § 6 Abs. 2 des Entwurfs des Verschmelzungsvertrages werden keine Sonderrechte oder besondere Vorteile für Vorstandsmitglieder, Aufsichtsratsmitglieder und Abschlussprüfer der beteiligten Gesellschaften oder für den Verschmelzungsprüfer oder eine sonstige in § 5 Abs. 1 Nr. 8 UmwG genannte Person gewährt.

44. Auch im Rahmen unserer Prüfung haben wir keine Anhaltspunkte festgestellt, dass besondere Vorteile im Sinne von § 5 Abs. 1 Nr. 8 UmwG gewährt werden.

7. Folgen für die Arbeitnehmer und deren Vertretungen (§ 5 Abs. 1 Nr. 9 UmwG)

45. Die Folgen der Verschmelzung für die Arbeitnehmer und deren Vertretungen sind in § 7 des Verschmelzungsvertrages beschrieben. Danach gehen mit Wirksamwerden der Verschmelzung sämtliche Arbeitsverhältnisse, die mit der XCOM AG bestehen, mit allen Rechten und Pflichten auf die FinTech Group AG über.

46. Uns sind im Rahmen der Verschmelzungsprüfung keine Anhaltspunkte bekannt geworden, die gegen die Richtigkeit und Vollständigkeit der o.g. Ausführungen sprechen.

8. Ergebnis

47. Aufgrund unserer Prüfung kommen wir zu dem Ergebnis, dass der Entwurf des Verschmelzungsvertrags vom 19. Mai 2017 die im Sinne des §§ 5, 62 UmwG vorgeschriebenen Angaben vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorgaben entspricht. Im Hinblick auf unsere Verschmelzungsprüfung sind uns keine Anhaltspunkte bekannt geworden, die gegen die Rechtmäßigkeit der Angaben im Verschmelzungsvertrag sprechen.

48. Da im vorliegenden Fall ein umwandlungsrechtlicher Squeeze-Out gemäß § 62 Abs. 1, Abs. 5 UmwG vorliegt, entfällt im Verschmelzungsvertrag die Angabe des Umtauschverhältnisses im Sinne des § 5 Abs. 2 UmwG.

C. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

49. Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung.

50. Dementsprechend haben wir geprüft, ob die von der FinTech Group AG festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse bei der XCOM AG als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der Voraussetzungen und Rechtmäßigkeit für eine Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.

51. Der Prüfungsbericht ist gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Im Prüfungsbericht ist gemäß § 293e Abs. 1 AktG anzugeben,

- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist,
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist,
- welche Barabfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der festgelegten Barabfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung des Unternehmens aufgetreten sind.

52. Die Angemessenheit der Barabfindung wird regelmäßig aufgrund einer Überprüfung der Unternehmensbewertung beurteilt, die die Grundlage für die Ableitung der Barabfindung darstellt. Der Prüfer hat die der Barabfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und der inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Barabfindung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die wertrelevanten Parameter sachgerecht abgeleitet wurden und ob die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen. Eine eigenständige Bewertung der Gesellschaft durch den Prüfer ist grundsätzlich nicht vorzunehmen.

53. Bei der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung für Anteile an einem börsennotierten Unternehmen darf aufgrund der höchstrichterlichen Rechtsprechung der Börsenkurs als Verkehrswert der Aktien nicht außer Betracht bleiben. Ob der Börsenkurs

tatsächlich den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt, gilt es im Einzelfall zu prüfen. Die XCOM AG ist nicht börsennotiert, so dass diese Prüfung entfällt.

54. Gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin der beschlussfassenden Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der außenstehenden Aktionäre auf die Hauptaktionärin dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (Übertragungsbericht).

55. Der Übertragungsbericht ist nicht Gegenstand unserer Prüfung. Es gehört auch nicht zu den Aufgaben des gesetzlichen Prüfers, die Vollständigkeit, Richtigkeit und Zweckmäßigkeit des Übertragungsberichts oder das Vorliegen der Voraussetzungen der Übertragung zu beurteilen. Soweit der Bericht der Hauptaktionärin jedoch die Höhe der Barabfindung erläutert und begründet, haben wir die enthaltenen Angaben zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung verwendet.

56. Die als Bewertungsbasis dienende Unternehmensplanung sowie Arbeitspapiere zur Bewertung haben wir erhalten, in Gesprächen mit Vertretern der Gesellschaft und der Bewertungsgutachterin erörtert und auf ihre Plausibilität untersucht. Wir haben die methodische Konsistenz des Bewertungsmodells überprüft und die Bewertung rechnerisch nachvollzogen.

57. In seinem Beschluss vom 5. April 2017 hat das Landgericht Düsseldorf von jeglichen weiteren den sachverständigen Prüfer anleitenden oder ein möglicherweise folgendes Spruchverfahren bereits fördernden Anordnungen abgesehen.

58. Unser Bericht gibt das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wieder. Die Angaben im Prüfungsbericht beschränken sich auf die für die Beurteilung der Barabfindung wesentlichen Aspekte.

D. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

I. Methode zur Ermittlung der Barabfindung

59. Die FinTech Group AG hat die Barabfindung im Entwurf des Übertragungsbeschlusses der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien der XCOM AG auf die Hauptaktionärin FinTech Group AG zum 3. Juli 2017 wie folgt festgelegt:

„Die auf den Namen lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der XCOM Aktiengesellschaft mit Sitz in Willich werden gemäß § 62 Abs. 1 und 5 Umwandlungsgesetz in Verbindung mit §§ 327a Absatz 1 Satz 1 AktG gegen Gewährung einer von der FinTech Group AG mit Sitz in Frankfurt am Main (Hauptaktionärin) zu zahlenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 218,86 je auf den Namen lautenden Stückaktie der XCOM Aktiengesellschaft auf die Hauptaktionärin übertragen."

60. Der Übertragungsbericht der Hauptaktionärin enthält Erläuterungen und Begründungen in Bezug auf die Angemessenheit der Barabfindung. Die Barabfindung wurde auf Grundlage einer von PwC auf den Bewertungsstichtag, 3. Juli 2017, bezogenen Unternehmensbewertung festgelegt. Die Bewertungsgutachterin ermittelte bezogen auf den Bewertungsstichtag, 3. Juli 2017, auf Basis des Ertragswertverfahrens einen Wert von 218,86 € je Aktie. Eine Berücksichtigung des Börsenkurses der XCOM-Aktie als Wertuntergrenze der angemessenen Barabfindung kam nicht in Betracht, da die XCOM-Aktien nicht börsennotiert sind und daher kein Börsenkurs ermittelt werden kann.

61. Die von der FinTech Group AG auf der Grundlage dieser Überlegungen festgelegte und an die Minderheitsaktionäre der XCOM AG nach § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 S. 1 AktG zu zahlende **angemessene Barabfindung** beträgt **218,86 € je XCOM-Aktie**.

62. Der Vorstand der FinTech Group AG hat sich bei der Festlegung der angebotenen Barabfindung dem von der Bewertungsgutachterin PwC gewählten methodischen Vorgehen angeschlossen und sich die erarbeiteten Ergebnisse vollständig zu Eigen und zum Gegenstand des Übertragungsberichts gemacht. Das Gutachten der PwC vom 17. Mai 2017 sowie dessen Entwürfe sind uns für Zwecke der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung zur Verfügung gestellt worden.

63. In der gutachtlichen Stellungnahme von PwC werden das methodische Vorgehen, die Ermittlung des Unternehmenswerts der XCOM AG sowie des Unternehmenswerts je Aktie im Detail dargestellt.

II. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung

64. Die angemessene Barabfindung muss nach § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien der Gesellschaft berücksichtigen. Für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung stehen grundsätzlich unterschiedliche Bewertungsmethoden zur Verfügung. Das Aktiengesetz schreibt keine bestimmte Bewertungsmethode vor, die zur Beurteilung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung heranzuziehen ist. In der Praxis hat sich für aktienrechtliche Unternehmensbewertungen bei Industrie- und Dienstleistungsunternehmen weit überwiegend das Ertragswertverfahren durchgesetzt. Die zugrunde gelegte Bewertungsmethode ist vom Prüfer hinsichtlich der Art und Gründe für ihre Anwendung sowie ihrer Angemessenheit zu überprüfen.

65. Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis ist die Barabfindung bei Ausschluss von Minderheitsaktionären grundsätzlich aus einem objektivierten Unternehmenswert abzuleiten. Der objektivierte Unternehmenswert stellt regelmäßig einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt.

66. Die bei der Unternehmensbewertung von deutschen Wirtschaftsprüfern anzuwendenden Bewertungsgrundlagen und Methoden sind in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere in der Stellungnahme IDW S 1 vom 2. April 2008 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ festgelegt. Demnach wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

1. Ertragswert und Discounted Cash Flow

67. Der Wert eines operativ tätigen Unternehmens wird nach heute allgemein anerkannten Grundsätzen aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Dieser Wert ergibt sich grundsätzlich aufgrund der finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens erwirtschaftet werden können (Zukunftserfolgswert). Der Unternehmenswert kann dabei entweder nach dem Ertragswertverfahren oder dem Discounted Cash Flow-Verfahren („DCF“) ermittelt werden. Beide Bewertungsverfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, zu identischen

Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren.

68. Bei beiden Bewertungsverfahren wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Zur Ableitung des Barwerts dieser Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert. Vermögensgegenstände (einschließlich Schulden), die einzeln veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, sind als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen. Die Summe der Barwerte der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergibt grundsätzlich den Unternehmenswert.

69. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsüberlegungen. Dabei sind bei der Bewertung nur die Überschüsse zu berücksichtigen, die aus bereits eingeleiteten Maßnahmen resultieren oder aus einem dokumentierten und hinreichend konkretisierten Unternehmenskonzept hervorgehen. Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen bzw. aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen.

70. Bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die unter Berücksichtigung rechtlicher Restriktionen nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzeptes zum Bewertungsstichtag zur Ausschüttung zur Verfügung stehen.

71. Die künftigen finanziellen Überschüsse sind mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz dient dazu, die sich ergebenden finanziellen Überschüsse mit einer Entscheidungsalternative zu vergleichen. Hierzu wird bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten typisierend auf Renditen von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) abgestellt.

72. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorzunehmen. Bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen werden gemäß IDW S 1 – im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung – die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person typisierend zugrunde gelegt. In diesem Rahmen sind sachgerechte

Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativrendite zu treffen.

73. Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen können dafür verschiedene Sonderwerte in Frage kommen.

74. Bei der Bewertung des gesamten Unternehmens mit dem Zukunftserfolgswert müssen die nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände einschließlich der dazugehörigen Schulden unter Berücksichtigung ihrer bestmöglichen Verwertung und unter Berücksichtigung der Verwendung freigesetzter Mittel gesondert bewertet werden. Sofern der Liquidationswert dieser Vermögensgegenstände unter Berücksichtigung der steuerlichen Auswirkungen einer Veräußerung den Barwert ihrer finanziellen Überschüsse bei Verbleib im Unternehmen übersteigt, stellt nicht die Fortführung der bisherigen Nutzung, sondern die Liquidation die vorteilhaftere Verwertung dar. Für die Ermittlung des Gesamtwerts ist dann der Liquidationswert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens dem Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzufügen (vgl. IDW S1, Tz. 60).

75. Bei der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens mit dem Liquidationswert sind die Kosten der Liquidation von den Liquidationserlösen abzusetzen sowie die steuerlichen Folgen auf Unternehmensebene zu berücksichtigen. Inwieweit Steuern auf der Eigentümerebene zu berücksichtigen sind, hängt von der beabsichtigten Verwendung der erzielten Erlöse ab. Soweit nicht mit einer sofortigen Liquidation zu rechnen ist, muss ein Liquidationskonzept entwickelt, ein angemessener Liquidationszeitraum angesetzt und der Liquidationserlös abzüglich der Kosten der Liquidation auf den Bewertungsstichtag abgezinst werden (vgl. IDW S1, Tz. 61).

76. Die Bewertungsgutachterin PwC hat den Unternehmenswert und darauf aufbauend die angemessene Barabfindung auf der Grundlage des in Rechtsprechung und Bewertungspraxis in Deutschland vorherrschenden Ertragswertverfahrens ermittelt. Aufgrund der unterschiedlichen Geschäftstätigkeiten in den beiden Geschäftsbereichen der Gesellschaft wurde der Unternehmenswert der XCOM-Gruppe als Summe der Unternehmenswerte der beiden Geschäftsbereiche ermittelt (sogenannte „Sum-of-the-parts“-Bewertung).

2. Liquidationswert

77. Falls ein Unternehmen nicht für begrenzte Dauer eingerichtet ist oder aufgrund besonderer Umstände eine begrenzte Dauer angenommen werden muss, wird für Unternehmensbewertungszwecke von einer unbegrenzten Lebensdauer ausgegangen. Dies gilt auch für den Fall, dass der jeweilige Erwerber seine Beteiligung nicht unbegrenzt halten will, da der von ihm beim Verkauf theoretisch erzielbare Preis identisch mit dem Barwert der dann erwarteten Nettoausschüttungen ist. Erweist es sich jedoch gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, sämtliche betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile gesondert zu veräußern, so ist der Bewertung jedenfalls nach in der Betriebswirtschaft vorherrschender Auffassung der Liquidationswert zugrunde zu legen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.

78. Die Höhe des Liquidationswertes hängt sowohl von der Zerschlagungsgeschwindigkeit, welche den Zeitraum der Veräußerung bestimmt, als auch von der Zerschlagungsintensität, welche den Grad der Aufsplitterung der Vermögenswerte bestimmt, ab. Der Liquidationswert ist dabei jeweils unter Beachtung des im Einzelfall bestmöglichen Verwertungs- und Liquidationskonzepts zu ermitteln.

79. Der Wert des Vermögens wird vom Absatzmarkt der zu liquidierenden Vermögenswerte bestimmt, wobei im Zusammenhang mit einer Veräußerung entstehende und vom zu liquidierenden Unternehmen zu tragende Kosten die Veräußerungserlöse mindern. Vom Liquidationswert der Vermögenswerte sind die Unternehmensschulden abzuziehen, wobei auch die Schulden zu berücksichtigen sind, die sich erst infolge der Liquidation ergeben haben. Demgegenüber sind Schulden, die durch die Liquidation entfallen, nicht mit anzusetzen.

80. Die aus der Liquidation entstehenden Überschüsse sind des Weiteren um anfallende Unternehmenssteuern auf einen ggf. vorhandenen Liquidationsgewinn zu kürzen. Darüber hinaus sind auch persönliche Ertragsteuern auf Ebene des Anteilseigners zu berücksichtigen.

81. Im vorliegenden Fall wurde von der Bewertungsgutachterin ein überschlägiger Liquidationswert für die XCOM-Gruppe ermittelt, der unter dem Ertragswert liegt.

82. Wir haben die Abschätzung eines möglichen Liquidationswerts durch PwC nachvollzogen. Die sich ergebende Wertindikation lag aufgrund des Ertragspotenzials der Gesellschaft bei Fortführung und der bei einer Liquidation anfallenden Aufwendungen deutlich unterhalb des Unternehmenswerts bei angenommener Fortführung der XCOM AG. Da zudem nach Auskünften des Vorstands der XCOM AG aufgrund des erwarteten Ertragspotenzials eine

Liquidation der XCOM AG nicht beabsichtigt ist, ist es sachgerecht, für die Bemessung der Abfindung nicht auf den Liquidationswert abzustellen.

3. Substanzwert

83. Im Rahmen einer Unternehmensbewertung kommt dem Substanzwert kein selbstständiger Aussagewert zu. Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem so genannten Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat keinen selbstständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung.

84. Vor diesem Hintergrund ist es angemessen, dass im vorliegenden Fall ein Substanzwert nicht ermittelt wurde.

4. Vergleichende Marktbewertung

85. Eine vergleichende Marktbewertung kann auf Basis von Multiplikatoren, die als branchenüblich angesehen werden, erfolgen. Sie setzt eine Analyse der zurückliegenden und ebenso der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts voraus. Die Multiplikatoren werden aus einer Analyse der Marktpreise vergleichbarer Unternehmen abgeleitet. Bewertungen auf Basis von Multiplikatoren stellen nur vereinfachte und pauschale Ertragsbewertungen dar. Sie werden daher üblicherweise lediglich zu Plausibilisierungszwecken vorgenommen.

86. Da die spezifische Situation der Gesellschaft in der Bewertung auf Basis von Multiplikatoren keine ausreichende Berücksichtigung findet, ist eine derartige vergleichsorientierte Bewertung zur Bestimmung einer angemessenen Barabfindung nicht sachgerecht.

87. Daher ist ihnen eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswertmethode – wie sie hier vorgenommen wurde – vorzuziehen. Eine Bewertung auf der Basis von Multiplikatoren wurde lediglich zur groben Plausibilisierung des Ertragswertes vorgenommen (vgl. hierzu auch Abschnitt E.V).

5. Vorerwerbe

88. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmensanteile können zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen. Sie ersetzen indes keine Unternehmensbewertung (vgl. IDW S1, Tz. 13).

89. Nach Rechtsprechung und herrschender Meinung in der Literatur sind die Preise, die die Hauptaktionärin in einem sachlichen und zeitlichen Zusammenhang mit einem Squeeze Out-

Verfahren für den außerbörslichen Erwerb von Aktien gezahlt hat, nicht bei der Feststellung einer angemessenen Barabfindung zu berücksichtigen (vgl. etwa Fleischer in Großkommentar zum AktG, § 327b AktG, Tz. 19).

90. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94) ist die Nichtberücksichtigung der von der Hauptaktionärin tatsächlich gezahlten Preise für Aktien der abhängigen Gesellschaft unbedenklich. Tatsächlich gezahlte Preise des Hauptaktionärs könnten aufgrund der ihnen innewohnenden Grenznutzenbetrachtung hinsichtlich des Kontrollerwerbs vom Verkehrswert der Aktien abweichen. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelinge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch.

91. Vor dem Hintergrund, dass nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung aus Vorerwerbskursen keine Rückschlüsse auf die Angemessenheit der Barabfindung gezogen werden können, wurden diese von der Hauptaktionärin gezahlten Preise nicht weiter analysiert.

6. Börsenwert

92. Die Aktien der XCOM AG sind weder börsennotiert noch zum Handel im Freiverkehr einbezogen. Vor diesem Hintergrund kann der gegenwärtige Verkehrswert der Gesellschaft nicht durch einen Börsenkurs reflektiert werden. Der Börsenkurs konnte somit auch nicht als Maßstab für die angemessene Barabfindung herangezogen werden.

7. Ergebnis

93. Die dargestellten Grundsätze und Bewertungsverfahren gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert. Sie haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere in der Stellungnahme IDW S 1 vom 2. April 2008 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, gefunden und werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung anerkannt.

94. Die Hauptaktionärin hat im vorliegenden Fall die Barabfindung ausgehend von einem unter Anwendung des Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswert festgelegt.

95. Wir erachten die im vorliegenden Fall zugrunde gelegte Methode zur Ermittlung des Unternehmenswertes als angemessen.

96. Zu den Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf den Abschnitt E unseres Berichts.

III. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

97. Sofern sich besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung ergeben haben, sind wir gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 4, § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG verpflichtet, diese in unserem Prüfungsbericht anzugeben.

98. Aufgrund unserer Tätigkeit im Rahmen der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung stellen wir fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG aufgetreten sind.

E. PRÜFUNGSFESTSTELLUNGEN IM EINZELNEN

I. Bewertungsobjekt

1. Rechtliche Grundlagen

99. Die folgende tabellarische Darstellung enthält einen Überblick über die rechtlichen Verhältnisse der XCOM-Gruppe.

Firma:	XCOM AG
Sitz:	Willich
Satzung:	Festgestellt am 4. August 1999, zuletzt geändert am 4. Juli 2016
Rechtsform:	Aktiengesellschaft
Handelsregister:	Amtsgericht Krefeld, HRB 10340
Gegenstand des Unternehmens:	• Entwicklung, Herstellung, Vertrieb und Wartung von Soft- und Hardware, Telematikprodukten (im Sinne datenloser Übertragung und Auswertung) und bürotechnischer Anlagen jeglicher Art • Datenverarbeitung im Auftrag und im Namen Dritter im Sinne eines Dienstleistungsrechenzentrums • Dienstleistungen für die betriebswirtschaftliche und organisatorische Abwicklung von Finanzgeschäften, insbesondere Wertpapiergeschäften, und von Zahlungsverkehr jeglicher Art.
Niederlassungen:	Neben der Hauptniederlassung in Willich bestehen Zweigniederlassungen in Berlin, Frankfurt am Main, Düsseldorf, Andernach und Zwickau.
Geschäftsjahr:	01.01. – 31.12.
Grundkapital:	Das Grundkapital beträgt derzeit 627.680,85 € und ist in 567.603 auf den Namen lautende Stückaktien eingeteilt.
Aktionärsstruktur:	Derzeit befinden sich 6.720 Aktien im Streubesitz. Die Aktionärsstruktur stellt sich (gerundet) wie folgt dar: FinTech Group AG. 96,57 % biw Bank AG 2,25 % Streubesitz 1,18 %
Aufsichtsrat:	Frank Niehage, Usingen (Vorsitzender), bis zum 26. April 2017 Muhamad Said Chahrour, Frankfurt am Main (Vorsitzender) Martin Korbmacher, Frankfurt am Main (stellv. Vorsitzender) Matthias G. Gutsche, Schmitten, seit dem 15. Mai 2017

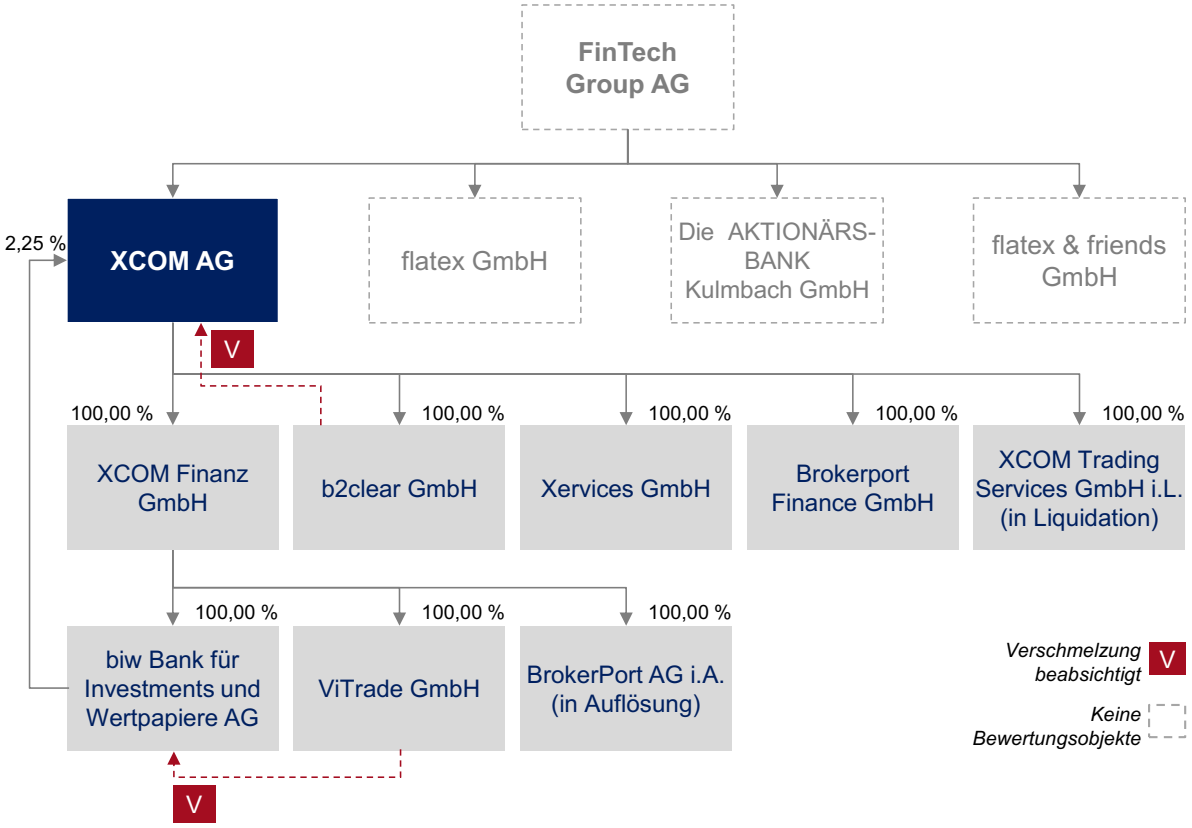
Vorstand:	Sascha Bochartz, Nomborn Niklas Helmreich, Bad Homburg Dr. Benon Janos, Hofheim Bernd Würfel, Frankfurt am Main
Wesentliche Verträge:	• Auslagerungsvertrag zwischen der FinTech Group AG und der XCOM AG vom 30. November 2015 über die Auslagerung verschiedener Geschäftsprozesse der XCOM AG (umfasst u.a. Finanzbuchhaltung, Recht, Compliance, Geldwäscheprävention und Recht. • Abrechnungsvereinbarung (Konzernumlage) zwischen der FinTech Group AG und der XCOM AG vom 19. Juli 2016 für Leistungen, die von der FinTech Group AG als Management-Holding zentralseitig erbracht werden (umfasst u.a. Management/Personal, Fuhrpark, Wareneinkauf) • Rahmenvertrag zwischen der biw Bank AG und der XCOM AG vom 18. Juli 2016 über IT-Leistungen. • Darüber hinaus bestehen u.a. Rahmenverträge zwischen der XCOM AG und jeweils der Xervices GmbH hinsichtlich Softwareentwicklung sowie zwischen der XCOM AG und der ViTrade GmbH zur Erbringung von IT-Dienstleistungen.
Börsennotierung:	Bei der XCOM AG handelt es sich um ein nicht-börsennotiertes Unternehmen.

Quelle: XCOM AG

Tabelle 1: Rechtliche Verhältnisse der XCOM AG

100. Insgesamt umfasst der Konsolidierungskreis der XCOM AG zum 31. Dezember 2016 fünf unmittelbare Tochtergesellschaften, die gemeinsam die XCOM-Gruppe bilden. Die gesellschaftsrechtliche Struktur der XCOM AG ist nachfolgend graphisch dargestellt:

Organisationsstruktur der XCOM-Gruppe als Teil der FinTech Group AG



Quelle: XCOM AG; FinTech Group AG (Geschäftsbericht 2016)

Abbildung 1: Gesellschaftsrechtliche Struktur der XCOM-Gruppe

101. Das Bewertungsobjekt ist die XCOM AG. Die flatex GmbH, die die Kundenbeziehungen zu rd. 175.000 Privatkunden hält und einen wesentlichen Ertrags- und Ergebnisbeitrag zur FinTech Group AG leistet, ist ebenso wie Die AKTIONÄRSBANK Kulmbach GmbH und die flatex & friends GmbH, nicht Bestandteil der Bewertung der XCOM AG.

102. Die XCOM AG wird mit einem Anteil von 96,57 % von der FinTech Group AG gehalten und ist eine abhängige Gesellschaft im Sinne von § 17 AktG. Über ihre unmittelbare Beteiligung an der XCOM Finanz GmbH, Frankfurt am Main, hält die XCOM AG zum 31. Dezember 2016 sämtliche Anteile an der biw Bank AG, der ViTrade GmbH und der BrokerPort AG i.A.

103. Von den zum 31. Dezember 2016 fünf unmittelbar und drei mittelbar gehaltenen Tochtergesellschaften der XCOM AG sind mit der XCOM Trading Services GmbH und der BrokerPort AG zwei Unternehmen in Abwicklung bzw. in Liquidation. Die Liquidation der XCOM Trading Services GmbH bzw. die Auflösung der BrokerPort AG wurden im

Geschäftsjahr 2016 abgeschlossen und das Eigenkapital auf die XCOM AG bzw. die XCOM Finanz GmbH übertragen.

104. Die Gesellschaft beabsichtigt, vor Durchführung des umwandlungsrechtlichen Squeeze Out zum einen die ViTrade GmbH auf die biw Bank AG und zum anderen die b2clear GmbH, Willich („b2clear GmbH"), auf die XCOM AG zu verschmelzen.

105. Das operative Geschäft der XCOM-Gruppe findet sowohl in der Muttergesellschaft XCOM AG als auch in den aktiven Tochtergesellschaften statt.

106. Die XCOM AG wird beim Finanzamt Viersen unter der Steuernummer 102 5857 0086 geführt. Innerhalb der XCOM-Gruppe bestehen keine Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge. Seit dem 1. Januar 2016 besteht zwischen der FinTech Group AG als Organträgerin und der XCOM AG, der biw Bank AG, der XCOM Finanz GmbH, der Xervices GmbH, der ViTrade GmbH sowie der b2clear GmbH als Organgesellschaften jeweils eine umsatzsteuerliche Organschaft gemäß § 2 Abs. 2 Nr. 2 UStG.

107. Die XCOM AG hat bis einschließlich des Jahres 2015 Steuererklärungen erstellt und abgegeben. Die letzte Körperschaft-, Gewerbe- und Umsatzsteuer umfassende steuerliche Außenprüfung erfolgte im Geschäftsjahr 2016 für das Geschäftsjahr 2014. Im Hinblick auf die Prüfungsfeststellungen wurde zwischen der XCOM AG und den Finanzbehörden Einvernehmen erreicht.

108. Nach den Steuerberechnungen der Gesellschaft besteht bei der Brokerport Finance GmbH zum 31. Dezember 2016 ein steuerlicher Verlustvortrag i.H.v. rd. 211 T€. Bei den übrigen Gesellschaften der XCOM-Gruppe sind zum 31. Dezember 2016 keine steuerlichen Verlustvorträge vorhanden.

2. Wirtschaftliche Grundlagen

109. Die XCOM AG wird mehrheitlich von der FinTech Group AG gehalten. Die FinTech Group AG ist ein europäischer Anbieter von Technologielösungen im Finanzsektor. Sie betreibt keine eigenen operativen Tätigkeiten, sondern ist die aufsichtsrechtlich konsolidierungsführende

Finanz- und Führungsholding. Das Geschäftsmodell der FinTech Group AG unterteilt sich in das B2B und das B2C Geschäft und wird nachfolgend abgebildet:

Geschäftsmodell der FinTech Group AG

Quelle: FinTech Group AG

Abbildung 2: Geschäftsmodell der FinTech Group AG

110. Der Geschäftsbereich B2C wird im Wesentlichen aus den beiden Tochtergesellschaften flatex GmbH und ViTrade GmbH gebildet. Die flatex GmbH zählt mit ihren rund 175 Tsd. Privatkunden zu den führenden Online Brokern in Deutschland. Sie bietet über ihre vollautomatisierte Internetplattform den Handel von Aktien, Zertifikaten, Optionsscheinen, Anleihen und weiteren Handelsprodukten an.

111. Im Geschäftsbereich B2B verfügt die FinTech Group AG mit der XCOM AG über einen etablierten Software- und Systemanbieter im Finanztechnologiebereich. Die biw Bank AG verfügt über eine Vollbanklizenz und bietet sämtliche Bankdienstleistungen sowohl innerhalb der FinTech Gruppe als auch externen Kunden als Outsourcing-Dienstleistung an.

112. Die beiden Geschäftsbereiche B2C und B2B sind eng miteinander verbunden und es bestehen starke Lieferungs- und Leistungsverflechtungen. Die flatex GmbH und die ViTrade GmbH nehmen über ihre Internetplattformen Kundenaufträge zur Ausführung und wertpapier-technischen Abwicklung entgegen und leiten diese an die biw Bank AG weiter, die die Ausführung und wertpapiertechnische Abwicklung ausübt. Die seitens der biw Bank AG zur Abwicklung erforderlichen Software und Systeme werden ebenso wie die Handelsplattformen durch die XCOM AG zur Verfügung gestellt.

113. Beim Bewertungsobjekt handelt es sich um die XCOM AG, die 1999 als Zusammenschluss von 12 Gesellschaften entstand. Das Unternehmen bietet überwiegend im Inland Produkte

und Dienstleistungen, die sich in die Produktgruppen Banking, eBanking, Payment- und Trading-Lösungen unterteilen. Die ebenfalls zur XCOM-Gruppe gehörende biw Bank AG nahm 2005 mit der Erteilung der Bankerlaubnis durch die BaFin ihren Geschäftsbetrieb auf und wurde 2012 vollständig durch die XCOM Finanz GmbH übernommen und in die XCOM-Gruppe integriert. Der Tätigkeitsschwerpunkt der biw Bank AG ist das Inland. Sie verfügt über einen sogenannten europäischen Pass, der die biw Bank AG berechtigt, ihr Geschäft grundsätzlich auch in anderen europäischen Mitgliedschaften auszuüben.

114. Die flatex GmbH und die auf Heavy-Trader spezialisierte ViTrade GmbH zählen zu den vertraglich gebundenen Vermittlern der biw Bank AG. Die flatex GmbH mit ihren Kundenbeziehungen zu rd. 175.000 Privatkunden ist nicht Bestandteil dieser Bewertung. Zum Leistungsspektrum der biw Bank AG zählt die Wertpapierabwicklung im Auftrag ihrer Kunden („Transaction Processing“) und das Bereitstellen von Bankendienstleistungen als sogenannte White-Label-Dienstleistungen[1]. In 2015 erfolgte der Erwerb der Mehrheitsbeteiligung der XCOM-Gruppe durch die FinTech Group AG.

115. Die wesentlichen Geschäftsbereiche der XCOM-Gruppe stellen sich wie folgt dar:

Wesentliche Geschäftsbereiche der XCOM-Gruppe

xcom	biw AG
• Banking	• Transaction Processing
• eBanking	• White-Label-Banking
• Payment	• Mandantenservice
• Trading	• Bargeld & Payments
• Consulting	

Quelle: XCOM AG, IVA-Analysen

Abbildung 3: Wesentliche Geschäftsbereiche der XCOM-Gruppe

[1] Unter White-Label-Dienstleistungen sind Dienstleistungen zu verstehen, die nicht unter dem Namen des Herstellers, sondern als scheinbares Produkt eines anderen Anbieters angeboten werden. Für den Vertrieb vieler Finanzprodukte (u.a. Girokonto, Brokerage-Lösungen, Kredite) ist häufig eine Banklizenz erforderlich, über die junge Fintech Startups oder Nicht-Finanzinstitute i.d.R. nicht verfügen bzw. Kreditinstitute mit einer eigenen Banklizenz hierfür keine eigenen Ressourcen binden möchten.

116. Im **Geschäftsbereich XCOM**, im Wesentlichen bestehend aus den Produkten und Dienstleistungen der XCOM AG und der Xervices GmbH, liegt der Schwerpunkt auf Technologie-Dienstleistungen. Wesentliche Produkt- und Dienstleistungsgruppen sind den Bereichen Banking, eBanking, Payment, Trading und Consulting zugeordnet.

- Im Bereich **Banking** bietet die XCOM-Gruppe ihren Kunden Dienstleistungen von der Software-Bereitstellung über Hosting bis hin zur kompletten bankfachlichen Abwicklung. Die *XCOM-Banking Suite* basiert auf prozessorientierten Einzelmodulen und kann als Komplettservice für einzelne Geschäftsfelder oder als gezielte Einzellösung genutzt werden.

- Im Bereich **eBanking** bietet die XCOM-Gruppe mit der *eBanking Suite* individuelle Online-Banking oder Online-Brokerage Komplettlösungen. Die eBanking Suite bildet die gesamte Prozesskette vom Kunden-Frontend bis ins Banksystem hinein ab und ermöglicht Anpassungs- und Erweiterungsmöglichkeiten bei der *Kunde-zu-Bank-Interaktion*. Darüber hinaus erlaubt die bank payments Platform der XCOM Gruppe Lösungen für eine *Interbanken-Interaktion.* Die *Unternehmenslösungen* der XCOM umfassen u.a. Lösungen zur elektronischen Abwicklung des Zahlungsverkehrs und die Verarbeitung von Kontoinformationen bei möglichst hoher Automation.

- Im Bereich **Payment** wird Kunden die Abwicklung von *Zahlungsprozessen*, wie etwa die Abwicklung von Massenzahlungsverkehr angeboten. Mit dem *mobilen Bezahlsystem* „kesh“ kann das Smartphone als mobile Geldbörse in verschiedenen handelsspezifischen Marktbereichen eingesetzt werden. Darüber hinaus bietet die XCOM-Gruppe innovativen Unternehmen aus der Finanzindustrie (sog. „Fintech Startups“) IT- und Banking-Lösungen zur Abwicklung von Zahlungsflüssen sowie standardisierten Prozessen im Datenaustausch.

- Im Bereich **Trading** bietet die XCOM-Gruppe Kreditinstituten und Finanzdienstleistern Lösungen in der Optimierung und Abwicklung von Wertpapierhandel mittels des eigenen Order-Management-Systems TradiX, des Market-Making-Systems SkontriX, des Limitüberwachungssystems L.O.X. und weitere Systeme. Für aktive Anleger werden über die Tochtergesellschaft ViTrade GmbH für einen schnelleren und komfortableren Handel Wertpapierhandelsplattformen mit direktem Börsenzugang angeboten.

117. Die **Xervices GmbH** ist ein Anbieter von außerbörslichen Limitorder-Managementsystemen. Hierzu zählt das L.O.X. (Limit Order Xervices), auf der die Deutsche Bank und die Commerzbank Market Maker sind. Ziele der Xervices GmbH sind die Bereitstellung

zusätzlicher Orderfunktionen, die schnelle Anbindung von Brokern (Handelsteilnehmern) und Emittenten mit Produkten sowie die internationale Etablierung der L.O.X.

118. Im **Geschäftsbereich biw Bank**, im Wesentlichen bestehend aus den Produkten und Dienstleistungen der biw Bank AG und der ViTrade GmbH, liegt der Schwerpunkt auf Finanz-Services. Die wesentlichen Produkt- und Dienstleistungsgruppen sind Transaction Processing, White-Label-Banking, Mandantenservice sowie Bargeld & Payments.

- Mit der Tochtergesellschaft biw Bank AG verfügt die XCOM-Gruppe über einen führenden Abwickler von Wertpapiertransaktionen (**Transaction Processing**) in Deutschland. Mit über zehn Millionen Trades (Stand Ende 2016) bietet die biw Bank AG im Online Brokerage eines der leistungsfähigsten Wertpapierabwicklungssysteme Europas.

- Die biw Bank AG verfolgt einen breiten **White-Label-Ansatz**[2] im *Business Process Outsourcing* für Finanzdienstleister. Hierzu zählen u.a. Dienstleistungen im Online Brokerage, Kreditbearbeitung, wertpapiernahe Leistungen und in der E-Geld-Abwicklung.

- Für Banken mit einer Banklizenz bietet die biw Bank AG im Rahmen des **Mandantenservice** das komplette Produktspektrum einer Vollbank als Outsourcing-Lösung an. Dabei werden alle Aufgaben im Namen des jeweiligen Partners angeboten, ohne dabei mit eigenem Namen nach außen zu treten.

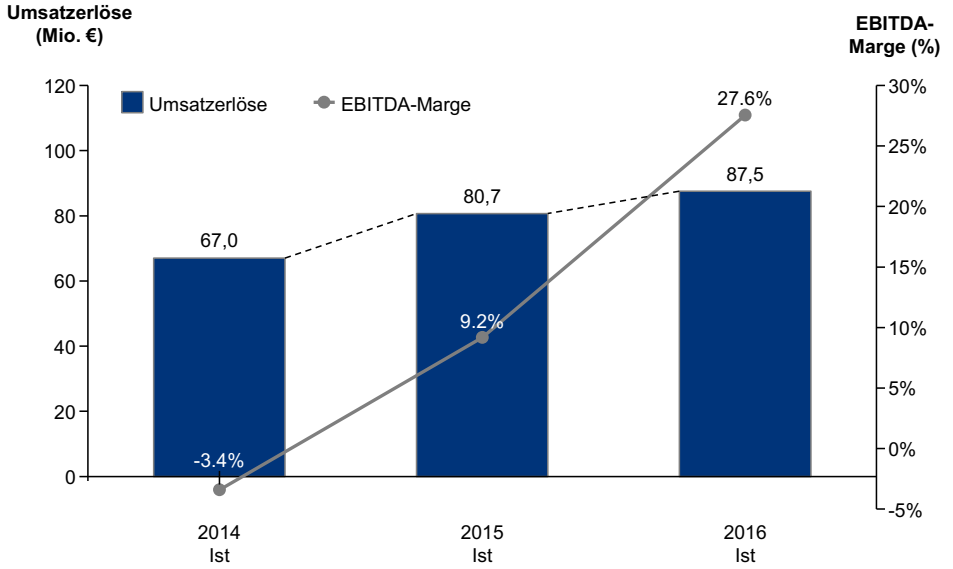
119. Die **ViTrade GmbH** bildet den B2C-Geschäftsbereich der XCOM-Gruppe mit dem Schwerpunkt auf private Anleger. Mit dem Schwerpunkt auf professionelles Trading, bietet die ViTrade GmbH flexible Plattformen und Tools für professionelle Trader.

120. Gemeinsam bilden die XCOM AG und die biw Bank AG den B2B-Geschäftsbereich der XCOM-Gruppe mit Fokus auf den Kundenstamm Banken, Finanzinstitute, mittelständische Unternehmen und zunehmend Startups und eCommerce.

[2] Unter White-Label-Produkten sind solche Produkte zu verstehen, die nicht unter dem Namen des Herstellers, sondern als scheinbares Produkt eines anderen Anbieters angeboten werden. Für den Vertrieb vieler Finanzprodukte (u.a. Girokonto, Brokerage-Lösungen, Kredite) ist häufig eine Banklizenz erforderlich, über die junge Fintech Startups oder Nicht-Finanzinstitute i.d.R. nicht verfügen bzw. für die Kreditinstitute mit einer Banklizenz keine eigenen Ressourcen binden möchten.

121. Die nachfolgende Abbildung stellt den Verlauf der Umsatzerlöse sowie die EBITDA-Marge des XCOM-Konzerns im Zeitraum von 2014 bis 2016 dar:

Umsatzerlöse und EBITDA-Marge der XCOM-Gruppe



Quelle: XCOM AG, IVA-Analysen

Abbildung 4: Entwicklung der Umsatzerlöse (Mio. €) und der EBITDA-Marge (%) von 2014 bis 2016

122. Der XCOM-Konzern hat im Zeitraum von 2014 bis 2016 eine durchschnittliche Wachstumsrate i.H.v. rd. 14,3 % p.a. realisiert. Die EBITDA-Marge entwickelte sich von -3,4 % in 2014 auf 27,6 % in 2016. Die Umsatzerlöse der XCOM-Gruppe werden insbesondere durch die XCOM AG, die biw Bank AG und die ViTrade GmbH beigesteuert. Die Umsatzbeiträge der Xervices GmbH, der Brokerport Finance GmbH sowie der b2clear GmbH fallen hingegen geringer aus.

123. Zwischen der XCOM-Gruppe und anderen Gesellschaften der FinTech Group AG, insbesondere der flatex GmbH, bestehen interne Lieferungs- und Leistungsverflechtungen. Hervorzuheben sind die Dienstleistungen und Aktivitäten des Processings und Backends (Wertpapierabwicklung), die durch die XCOM-Gruppe für die flatex GmbH erbracht wird.

124. Im Geschäftsjahr 2016 beschäftigte die XCOM-Gruppe insgesamt rd. 200 Mitarbeiter.

II. Bewertungsstichtag

125. Die Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung (§ 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327b AktG) muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Als Bewertungsstichtag wurde der 3. Juli 2017 zugrunde gelegt. An diesem Tag soll die Hauptversammlung der XCOM über den Beschlussvorschlag zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin entscheiden.

126. Als technischer Bewertungsstichtag wurde von der Bewertungsgutachterin der 31. Dezember 2016 gewählt. Dementsprechend wurden die zu diskontierenden künftigen finanziellen Überschüsse zunächst auf diesen Tag abgezinst und anschließend mit dem maßgeblichen Kapitalisierungssatz auf den 3. Juli 2017 aufgezinst.

127. Den von der Bewertungsgutachterin festgelegten Bewertungsstichtag und die entsprechende Vorgehensweise zur Ermittlung des Unternehmenswerts halten wir für sachgerecht. Von der rechnerischen Richtigkeit haben wir uns überzeugt.

III. Bewertungsverfahren

128. Im Bewertungsgutachten von PwC ist die methodische Vorgehensweise insbesondere in Abschnitt D.I.1 im Einzelnen beschrieben. Bewertungsverfahren und Vorgehen stellen sich im Überblick wie folgt dar.

- Der Unternehmenswert wurde unter Beachtung der im IDW S 1 dargelegten Grundsätze nach dem Ertragswertverfahren ermittelt. Der Unternehmenswert setzt sich grundsätzlich aus dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens sowie aus dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens bzw. der Sonderwerte zusammen.

- Aufgrund der unterschiedlichen Geschäftstätigkeit und Risikostruktur sowie aufgrund der Regulierung des Bankgeschäfts hat die Bewertungsgutachterin den Unternehmenswert der XCOM-Gruppe nach dem sogenannten Sum-of-the-parts-Ansatz ermittelt. Dazu wurden die Geschäftsbereiche XCOM und biw Bank getrennt voneinander nach dem Ertragswertverfahren bewertet. Der Unternehmenswert der XCOM-Gruppe ergibt sich dann als Summe dieser beiden Ertragswerte sowie der Sonderwerte.

- Der Ertragswert aus dem operativen Geschäft der beiden Geschäftsbereiche wurde jeweils ausgehend von der Planungsrechnung der XCOM-Gruppe für den Zeitraum

2017 bis 2021 (Detailplanungszeitraum) sowie auf der Basis gesonderter Annahmen im Hinblick auf das nachhaltige, im Durchschnitt erzielbare Ergebnis berechnet.

- Die aufgrund der Eingliederung der XCOM AG in den Konzernverbund der FinTech Group AG erwarteten sogenannten unechten Synergien wurden in der Planungsrechnung der Gesellschaft vollständig abgebildet. Sogenannte echte Synergien, die sich erst durch die Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen, wurden entsprechend den Empfehlungen des IDW S 1 nicht berücksichtigt (vgl. IDW S1, Tz. 34, 50).

- Das Zinsergebnis des Geschäftsbereichs XCOM wurde für den Detailplanungszeitraum aus einer Finanzbedarfsrechnung auf der Grundlage der fortgeschriebenen Bilanzposten für die Jahre 2017 bis 2021 unter Berücksichtigung vertraglich vereinbarter und marktüblicher Zinssätze abgeleitet. Bei der Berechnung des Zinsergebnisses der XCOM hat die Bewertungsgutachterin den Finanzmittelbestand zutreffend um die als Sonderwert berücksichtigte nicht betriebsnotwendige Liquidität bereinigt.

- Im Geschäftsbereich biw Bank ist das Zinsergebnis Bestandteil des operativen Geschäfts und wurde insoweit von der Gesellschaft im Rahmen des regulären Planungsprozesses geplant. Ergänzend hierzu hat die Bewertungsgutachterin im Zinsüberschuss den zusätzlichen Kapitaldispositionsbeitrag erfasst, der aus der langfristig angenommenen Annäherung der Kapitalquote der biw Bank AG an die Kapitalquoten der Wettbewerber resultiert.

- Von den geplanten Ergebnissen vor Ertragsteuern wurden unter Berücksichtigung der steuerlichen Verhältnisse der XCOM-Gruppe Unternehmenssteuern sowie die persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner in Abzug gebracht. Als Unternehmenssteuern wurden die Gewerbesteuer, die Körperschaftsteuer sowie der Solidaritätszuschlag berücksichtigt.

- Entsprechend den Empfehlungen des IDW ist die Bewertungsgutachterin bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern von den Verhältnissen einer inländischen, natürlichen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person als Anteilseigner ausgegangen. Auf Ausschüttungen wurde die persönliche Ertragsteuer daher in Höhe des Abgeltungsteuersatzes von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Der im Zeitablauf entstehende thesaurierungsbedingte Wertzuwachs wurde mit einer jährlichen effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung von 12,5 % (entsprechend dem hälftigen Abgeltungsteuersatz) zuzüglich des Solidaritätszuschlags Rechnung getragen.

- Im Ergebnis wurden die zu diskontierenden Ergebnisse für die beiden Geschäftsbereiche abgeleitet, welche den Anteilseignern, d.h. den Eigenkapitalgebern der XCOM-Gruppe zuzurechnen sind. Diese wurden zunächst auf den technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2016 abgezinst. Die sich ergebenden Ertragswerte wurden dann auf den Bewertungsstichtag 3. Juli 2017 aufgezinst. Demzufolge wurden der Bewertung alle anfallenden künftigen finanziellen Überschüsse der XCOM-Gruppe – einschließlich der vollständigen finanziellen Überschüsse des Geschäftsjahres 2017 – zugrunde gelegt.

- Als gesondert zu bewertendes Vermögen hat die Bewertungsgutachterin nicht betriebsnotwendige liquide Mittel im Geschäftsbereich XCOM, nutzbare steuerliche Verlustvorträge der Brokerport Finance GmbH sowie den Wertbeitrag aus der XCOM Finanz GmbH als Holdingunternehmen im Geschäftsbereich biw Bank berücksichtigt.

129. Die Bewertung eines Konzerns kann grundsätzlich nach verschiedenen Vorgehensweisen vorgenommen werden. Nach dem sogenannten Sum-of-the-parts-Ansatz werden sämtliche Konzerngesellschaften einzeln bewertet und der Unternehmenswert des Konzerns dann aus der Addition der Einzelwerte abgeleitet. Der Unternehmenswert des Konzerns kann indes auch direkt auf der Basis einer konsolidierten Planungsrechnung ermittelt werden. Ferner ist es denkbar, den Wert unter Anwendung des sogenannten Dividendenstrommodells abzuleiten. Im Rahmen dieses Ansatzes werden die Einnahmen aus erwarteten Beteiligungserträgen über die Dividendenströme auf Ebene der Muttergesellschaft erfasst.

130. Im vorliegenden Fall wurde die Bewertung nach dem sogenannten Sum-of-the-parts-Ansatz durchgeführt und der Unternehmenswert der XCOM als Summe der Ertragswerte der Geschäftsbereiche XCOM und biw Bank ermittelt.

131. Das gewählte Bewertungsverfahren (Ertragswertverfahren) sowie die Vorgehensweise (Sum-of-the-parts-Ansatz) bei der Konzernbewertung haben wir nachvollzogen. Das Bewertungsverfahren und die Vorgehensweise bei der Ermittlung der Unternehmenswerte sind nach unseren Feststellungen sachgerecht.

IV. Ermittlung des Unternehmenswertes

1. Markt und Wettbewerbssituation

a) Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen

132. Die von der XCOM-Gruppe angebotenen Dienstleistungen werden aufgrund der internen Lieferungs- und Leistungsverflechtungen mit der Schwestergesellschaft flatex GmbH und den anderen Gesellschaften des Mutterkonzerns FinTech Group AG mittelbar von den Entwicklungen der Kapital- und Finanzmärkte beeinflusst. Darüber hinaus haben die Entwicklungen des Bruttoinlandsprodukt („BIP“) und des Verbraucherpreisindexes Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit der XCOM-Gruppe, da das BIP die Bereitschaft der Bestands- und Neukunden zur Platzierung zusätzlicher Aufträge beeinflusst und der Verbraucherpreisindex aufgrund der Bindung von Vergütungen für IT-Dienstleistungen an dessen Entwicklung unmittelbaren Einfluss auf die Höhe der vereinbarten Entgelte hat.

133. Im Jahr 2016 war global ein Rückgang des BIP-Wachstums auf 3,1 % von zuletzt 3,4 % im Jahr 2015 zu verzeichnen, was überwiegend auf das rückläufige Wirtschaftswachstum in den Industrieländern, insbesondere in Europa und in den USA zurückzuführen ist. Laut Einschätzung des IWF erholt sich die **Weltwirtschaft** und wächst im Zeitraum von 2017 bis 2022 mit einer durchschnittlichen BIP-Wachstumsrate von 3,7 % p.a.

134. Der IWF Economic Outlook prognostiziert im April 2017 ein Wachstum für die **Vereinigten Staaten von Amerika** von 2,3 %. Die Deutsche Bank (vgl. Deutsche Bank AG, *Geschäftsbericht 2016*, S. 36 u. 89) prognostiziert hingegen ein Wachstum von 2,9 % für das Jahr 2017. Grund sind solide Entwicklungen im Konsum und in der Binnenwirtschaft sowie die neue Administration der USA, die aufgrund erwarteter Steuersenkungen und Deregulierungen für ein positiv gestimmtes Geschäftsklima sorgen könnten. Die **japanische** Wirtschaft wuchs 2016 nur geringfügig mit rund 1,0 %. Ein weiter leicht ansteigendes Wachstum im Jahr 2017 von 1,2 % wird aufgrund einer soliden Binnenwirtschaft erwartet (vgl. Deutsche Bank AG, *Geschäftsbericht 2016*, S. 39). Der private Konsum erholte sich in 2016, wurde allerdings durch schwächere Exporte und Investitionen gedämpft (vgl. Deutsche Bank AG, *Geschäftsbericht 2016,* S. 38). Des Weiteren wird das Wachstum der japanischen Wirtschaft durch eine schrumpfende Bevölkerung und Arbeiterschaft negativ beeinflusst (vgl. IWF Economic Outlook October 2016, S. 40).

135. Im **Euroraum** könnten in 2017 auf konjunktureller Ebene der Brexit-Prozess und der von den USA ausgelöste Zinsanstieg die Investitionstätigkeit bremsen (vgl. BayernLB, *Ausblick 2017 – Perspektiven*; Dezember 2016). Des Weiteren herrscht Unsicherheit über die von der neuen US-Administration verfolgte Handelspolitik und ihre Implikationen für den Handel mit den USA, nachdem die Trans-Pacific-Partnership-(TPP)-Verhandlungen bereits abgebrochen und

mehrmals Strafzölle für ausländische Güter angedroht wurden. Diese dämpfenden Effekte auf die Wachstumsrate können von den niedrigen Ölpreisen und der stark expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank nicht vollständig aufgefangen werden. Mittelfristig erwartet der IWF für den Euroraum bis 2022 eine durchschnittliche BIP-Wachstumsrate von rd. 1,6 % p.a.

136. Laut dem ifo Geschäftsklimaindex hat sich die Stimmung der **deutschen Wirtschaft** in den ersten beiden Monaten des Jahres 2017 weiter verbessert (vgl. „ifo Geschäftsklimaindex Februar 2017“, ifo Institut, Februar 2017). So seien Unternehmer zufriedener mit ihrer aktuellen Geschäftslage und blickten optimistischer auf die kommenden Monate. Für 2017 liegen die Wachstumserwartungen für Deutschland laut IWF bei 1,6 %.

137. Das verfügbare Einkommen der Bevölkerung in Deutschland stieg in 2016 im Vergleich zum Vorjahr um rd. 2,7 % auf rd. 1.812 € je Haushalt pro Monat. Die **Sparquote** blieb mit 9,7 % konstant (vgl. Statistisches Bundesamt, Fachserie 18, Reihe 1.5, 2016, erschienen am 3. März 2017, S. 30).

138. Die Zahl der **direkten Aktionäre** in Deutschland hat sich nach den Krisenjahren von 2008 bis 2010 von rd. 3,6 Mio. auf 4,4 Mio. im Jahr 2016 erholt. Allerdings liegt dieser Wert noch deutlich unter dem Jahr 2000, in dem rd. 6,2 Mio. direkte Aktionäre zu verzeichnen waren (vgl. Deutsches Aktieninstitut – DAI, Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2016; S. 5). Nach 2000 war das Interesse an Aktien einerseits aufgrund der Verluste im Zusammenhang mit der „Volksaktie“, der Aktie der Deutschen Telekom AG, sowie andererseits aufgrund des Platzens der „Dotcom“-Blase in 2000 rückläufig.

139. Die Zahl der **direkten Aktionäre** weist grundsätzlich auch eine hohe Korrelation mit dem verfügbaren Haushaltseinkommen auf. Mit zunehmendem verfügbarem Einkommen steigt auch die Tendenz zu Aktienanlagen (vgl. Deutsches Aktieninstitut – DAI, Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2015 (Tabellen, S. 12) und 2016 (S. 6)).

140. Die **Aktienaffinität** ist bei älteren Aktionären wesentlich höher als bei jüngeren Aktionären. Prozentual finden sich die meisten Besitzer von Aktien und Aktienfonds in den Altersgruppen ab 60 Jahren mit 34,2 %, zwischen 50 und 59 Jahren mit einem Anteil von 18,2 % und zwischen 40 und 49 Jahren mit einem Anteil von 17,3 %. Zusammen machen Aktionäre ab 40 Jahren damit rd. 78,3 % aller direkten Aktionäre aus (vgl. Deutsches Aktieninstitut – DAI, Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2016, S. 7). Die Affinität der jüngeren Generation ist geringer als die der älteren Generationen, da diese typischerweise aufgrund geringerer Ersparnisse über einen geringeren Investitionsspielraum verfügen und tendenziell noch kurzfristige Sparziele haben.

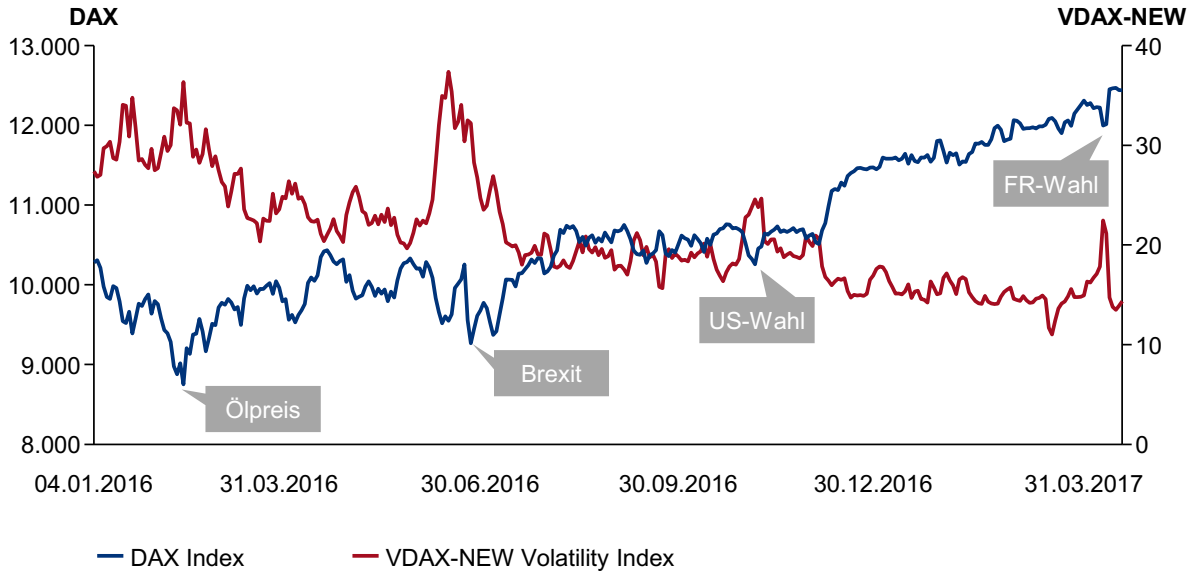
141. Gleichwohl ist nach den Angaben des DAI zu beobachten, dass die jüngere Generation derzeit wieder verstärkt Aktien kauft und sich insoweit der Trend vom Vorjahr (2015) weiter fortgesetzt (vgl. Deutsches Aktieninstitut – DAI, Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2016; S.7).

b) Konjunkturelle Rahmenbedingungen

142. Die Handelsaktivitäten an Wertpapierbörsen, im außerbörslichen Handel sowie im CFD[3]-Handel wirken sich auf die Geschäftsentwicklung der Kunden der ViTrade und der flatex und daher auch mittelbar auf XCOM-Gruppe aus.

143. Die nachfolgende Abbildung zeigt neben der Entwicklung des Leitindexes DAX die Entwicklung des Volatilitätsindexes VDAX-NEW, der die Schwankungsbreite bzw. die implizite (erwartete) Volatilität des DAX für den Zeitraum der nächsten 30 Tage auf Grundlage von tatsächlich börslich gehandelten DAX-Termingeschäften widerspiegelt. Hohe Werte des VDAX-NEW weisen auf unruhige Märkte mit hohen Kursschwankungen hin, wobei daraus keine Aussagen hinsichtlich der Richtung der Kurse (steigend oder sinkend) abgeleitet werden können. Niedrige Werte des VDAX-NEW deuten auf geringe Kursschwankungen hin. Den historischen Höchstkurs erreichte der VDAX-NEW zum Höhepunkt der Finanzkrise in 2008.

Kursentwicklung DAX vs. VDAX-New Volatilitätsindex (1.1.2016 – 28.4.2017)



Quelle: Bloomberg, IVA-Analysen

Abbildung 5: Kursentwicklung des DAX und VDAX-NEW im Zeitraum vom 1.1.2016 bis 28.4.2017

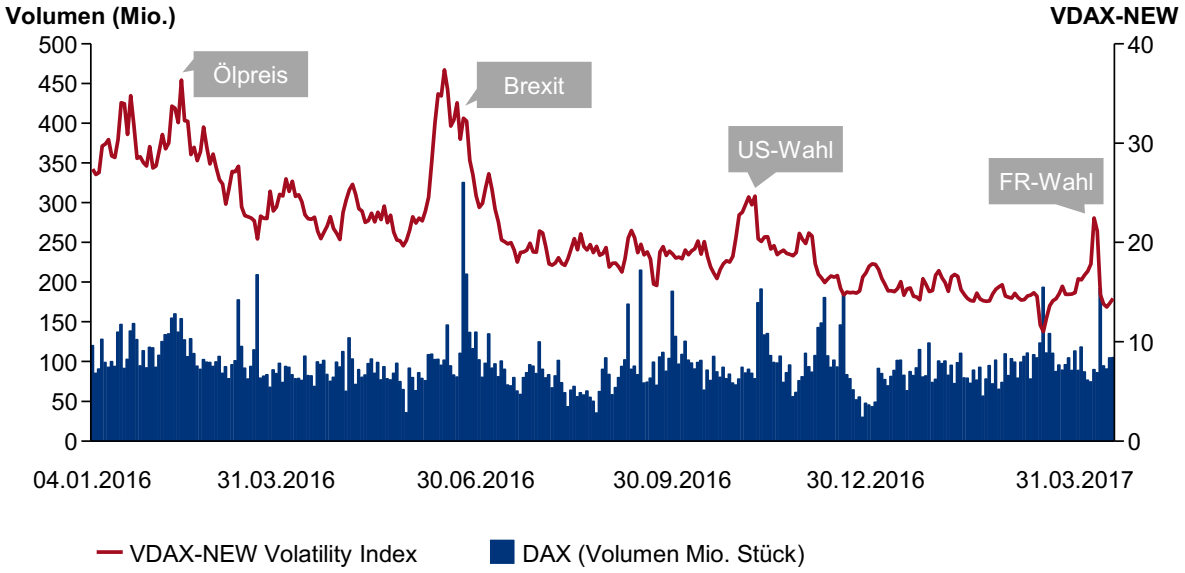
3 CFD (Contracts for Difference oder Differenzkontrakte) sind hochspekulative Derivate.

144. Aus der Abbildung ist ersichtlich, dass Phasen stabil steigender Aktienkurse mit einem Rückgang der Volatilität einhergehen. Ein Anstieg des VDAX-NEW deutet auf einen unruhigen Markt hin, während niedrige VDAX-NEW-Werte geringe Kursschwankungen widerspiegeln.

145. Der deutsche Leitindex DAX startete im Jahr 2016 mit Kursverlusten ins Jahr und erreichte im Februar ein Jahrestief von rd. 8.753 Punkten. Mit dem DAX-Jahrestief am 11. Februar 2016 ist auch zugleich ein besonders hoher Volatilitätswert beobachtbar. Hintergrund des Kursrückgangs waren Rezessionsbefürchtungen der chinesischen Wirtschaft. Zugleich wurde der niedrige Ölpreis, der zuvor als Stimulus für die Weltwirtschaft positiv gedeutet wurde, als Indikator für einen drohenden Abschwung interpretiert. Die anschließende Erholung des DAX ist auf die Nachricht der Federal Reserve Bank zurückzuführen, einen geplanten Zinsanstieg vorerst nicht durchzuführen. Bereits vor der Volksentscheidung bezüglich des Austritts Großbritanniens aus der Europäischen Union reagierten die Märkte mit einer großen Unsicherheit, die sich im VDAX-NEW widerspiegelt. Der Höchstwert wurde im VDAX-NEW am 16. Juni 2016 mit rd. 37,4 Punkten erreicht. Nach der Brexit-Entscheidung am 23. Juni 2016 brach der DAX ein, konnte sich jedoch relativ schnell wieder erholen. Die Wahl von Donald Trump zum neuen US-amerikanischen Präsidenten im November 2016 sorgte für einen kurzen Rückgang des Leitindexes bzw. einen Anstieg des VDAX-NEW Indexes auf 24,7 Punkte am 8. November 2016, leitete dann jedoch eine deutliche Trendwende an den Aktienmärkten und auch beim DAX ein. Im Dezember erreichte der DAX mit 11.481 Punkten den Höchststand in 2016. Die positive Entwicklung des DAX wurde insbesondere durch die gute konjunkturelle Entwicklung, ein dynamisches Wachstum der Unternehmensgewinne und die positiven Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt in Deutschland unterstützt. Nach einem positiven Start des DAX in 2017 führten die Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Präsidentschaftswahl in Frankreich im April 2017 zu einem Rückgang des DAX bzw. einem Anstieg des VDAX-NEW.

146. Der Zusammenhang zwischen Volatilitäten und dem Handelsvolumen an Börsen verdeutlicht die nachfolgende Abbildung:

Handelsvolumen DAX vs. VDAX-New Volatilitätsindex (1.1.2016 – 28.4.2017)



Quelle: Bloomberg, IVA-Analysen

Abbildung 6: Handelsvolumen DAX (Mio. Stück) und VDAX-NEW im Zeitraum vom 1.1.2016 bis 28.4.2017

147. In der Abbildung werden die Entwicklung des VDAX-NEW Volatilitätsindexes und das Marktvolumen des DAX in Mio. Stück, gemessen an den gehandelten Wertpapieren, gegenübergestellt. Demnach weisen Tage mit einem hohen VDAX-NEW-Wert tendenziell auch ein hohes Handelsvolumen auf. Dies wird besonders bei der zuvor genannten Brexit-Entscheidung deutlich. Ebenso spiegeln sich die Unsicherheiten bei den US-Wahlen sowie den Wahlen in Frankreich in erhöhten Handelsvolumina wider.

148. Mit Blick auf den weiteren Verlauf des Jahres 2017 können die Börsen durch internationale Spannungen zwischen Europa, USA, China, Türkei und Russland in unterschiedlichen Konstellationen und Ausprägungen sowie den andauernden Kriegszuständen im Nahen Osten geprägt werden. Ähnlich wie im Jahr 2016 kann es auch in 2017 eine Vielzahl von potenziellen Auslösern für Phasen einer erhöhten Volatilität geben.

c) Branchenspezifische Rahmenbedingungen

149. Der FinTech-Markt umfasst Unternehmen, die innovative Technologien mit Finanzdienstleistungen verbinden. Hierzu zählen sowohl Unternehmen, die Produkte und

Dienstleistungen aus dem Bankbereich anbieten als auch Unternehmen, die Versicherungen und finanznahe Dienstleistungen vertreiben bzw. als Drittanbieter vermitteln. Darüber hinaus umfasst der FinTech Markt im weiteren Sinne auch Unternehmen, die Finanzdienstleistern Technologien, z.B. in Form von Software-Lösungen, anbieten.[4] Der letztgenannten Gruppe ist die XCOM AG zuzuordnen.

150. Die XCOM AG ist ein Software- und Systemhaus mit dem Schwerpunkt auf Banking und Online Banking, Zahlungsverkehr sowie Wertpapierhandel. Die biw Bank AG verfügt über eine Vollbanklizenz und bietet u.a. Wertpapierabwicklungsdienstleistungen und White-Label-Services an. Die XCOM AG und die biw Bank AG bilden gemeinsam den B2B-Geschäftsbereich der FinTech Group AG mit Fokus auf Wertpapierabwicklungen (**Transaction Processing)** und White-Label-Banking-Services, insbesondere Business Process Outsourcing-Dienstleistungen („**BPO-Dienstleistungen**"). Mit der ViTrade GmbH verfügt die XCOM-Gruppe über einen B2C-Geschäftsbereich, der Wertpapierhändlern leistungsstarke Plattformen für effizientes Trading anbietet. Die flatex GmbH mit ihren rd. 175.000 Privatkunden ist eine Schwestergesellschaft der XCOM AG und daher nicht im Fokus dieser Bewertung.

151. In der Wertpapierabwicklung (**Transaction Processing**) unterhält die biw Bank AG ein leistungsfähiges Wertpapierabwicklungssystem, das im Jahr 2016 rd. 10,5 Mio. Trades abwickelte (Vorjahr: 10,1 Mio. Trades). Dabei fungiert die biw Bank AG als Abwicklungsbank der Gesellschaften flatex und ViTrade.

152. Marktdaten bezüglich der über Online-Broker abgewickelten Transaktionszahlen in Deutschland liegen nicht vor, ebenso wie Prognosen für eine mögliche Entwicklung von Transaktionszahlen. Die Handelsaktivitäten an Wertpapierbörsen, im außerbörslichen Handel sowie im CFD-Handel, beeinflussen das Geschäft von Online Brokern und daher auch unmittelbar die Wertpapierabwicklung der biw Bank AG. Hierzu verweisen wir auf den Abschnitt E.IV.1.b).

153. Unter **BPO-Dienstleistungen** sind Dienstleistungen zu verstehen, die von Finanzinstituten in Anspruch genommen werden, um Prozesse im Kreditgeschäft, Wertpapierverwaltung, Zahlungsverkehr, Finance und Controlling und anderen Geschäftsbereichen auszulagern und dadurch langfristig Kosten einzusparen und externes Know-How zu gewinnen.

154. Die veränderten Rahmenbedingungen im Finanzsektor (u.a. Digitalisierung, IT-Komplexität, Margen- und Kostendruck, Regulierung) veranlassen Finanzinstitute dazu, ihre operative

4 Vgl. Definition „FinTech-Markt in Deutschland", Bundesministerium der Finanzen, 2016

Geschäftsarchitektur anzupassen. Dabei wird verstärkt auf externe Dienstleistungen gesetzt, statt auf die Erbringung durch konzerninterne Dienstleister zurückzugreifen. Das Ziel bei BPO aus Sicht der auslagernden Institute ist häufig die Fokussierung auf das eigene Kerngeschäft, Zugriff auf Know-How und langfristige Kosteneinsparungen.

155. Laut einer jährlich durchgeführten Umfrage der PwC erwarten 59 % von rd. 22 an der Umfrage teilnehmenden BPO-Dienstleister in den kommenden drei Jahren ein „deutliches" Nachfragewachstum in der Marktfolge Passiv. Hierzu zählen u.a. Prozesse wie die Vorbereitung und Eröffnung von Girokonten, Sparbüchern sowie die Einpflege von Kundendaten. Ein „deutliches" Wachstum erwarten außerdem 53 % der Dienstleister im Finance und Accounting und 43 % im Compliance in Folge zunehmender Regulierung (vgl. PwC, Business Process Outsourcing Studie für den deutschen Bankenmarkt, Dezember 2016, S. 24 f.). In der Wertpapierabwicklung erwarten die BPO-Dienstleister zu rd. 29 % ein deutliches und 41 % ein leichtes Marktwachstum. Im Bereich Zahlungsverkehr wird hingegen von allen BPO-Dienstleistern ein leichter Rückgang erwartet. Dies ist laut der Umfrageergebnisse der PwC darauf zurückzuführen, dass die Prozesse im Zahlungsverkehr bereits hochgradig standardisiert und automatisiert sind und daher nur noch geringe Effizienzpotenziale vorweisen.

156. Unterdessen erwarten die BPO-Dienstleister trotz positiver Wachstumserwartungen einen verstärkten Wettbewerb im BPO-Dienstleistungsmarkt. Die Dienstleister erwarten, dass mit erhöhtem Wettbewerbsdruck und des Marktwachstumspotenzials die erbrachten Dienstleistungen zukünftig günstiger und qualitativ hochwertiger erbracht werden können (vgl. PwC, Business Process Outsourcing Studie für den deutschen Bankenmarkt, Dezember 2016, S. 26f.).

157. Die nachfolgende Abbildung stellt Unternehmen dar, die seitens der Gesellschaft als mögliche Wettbewerber betrachtet werden:

Ausgewählte Wettbewerber der FinTech Group AG / XCOM-Gruppe

Quelle: FinTech Group AG

Abbildung 7: Ausgewählte Wettbewerber der FinTech Group AG / XCOM-Gruppe

158. Im Bereich der Wertpapiertransaktionen wickelt die Consorsbank aktuell nach Einschätzung der Gesellschaft rd. 16 Mio. Trades ab, gefolgt von der comdirect mit rd. 14 Mio. Trades. Darauf folgen die flatex und die ING-Diba mit rd. 10 Mio. Trades.

Außerdem verweisen wir auf weitere Vergleichsunternehmen, die im Rahmen der Peer Group-Analyse im Abschnitt E.IV.8.c) dargestellt wird.

d) Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzeptes

159. Für eine Untersuchung der wesentlichen Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzeptes der XCOM-Gruppe verweisen wir auf das Bewertungsgutachten von PwC (Abschnitt C.4, Tz. 138 f.), das dem Übertragungsbericht der Hauptaktionärin als Anlage beigefügt ist. Darin wird eine detaillierte Darstellung und Erläuterung der Stärken und Schwächen sowie der Chancen und Risiken der XCOM-Gruppe vorgenommen, die unseres Erachtens die wesentlichen Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzeptes der XCOM-Gruppe abbildet.

2. Vergangenheitsanalyse

a) Vorbemerkung

160. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Ausgangspunkt für die Prognose der Zukunftserfolge ist die Vergangenheitsanalyse, deren Zweck darin besteht, die wesentlichen Ursachen für die Höhe und die Entwicklung der Vergangenheitsergebnisse in einem bestimmten Zeitraum („Referenzzeitraum“) herauszuarbeiten. Die Vergangenheitsanalyse stellt die Grundlage für Plausibilitätsüberlegungen und die Beurteilung der erwarteten zukünftigen finanziellen Entwicklungen dar.

161. Die Analyse der abgeschlossenen Geschäftsjahre sowie die Bereinigung ausgewählter Posten der Gewinn- und Verlustrechnungen der Gesellschaft dienen vor diesem Hintergrund dem Zweck, in einem ersten Schritt die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse werden wesentliche außerordentliche und periodenfremde Erträge und Aufwendungen bereinigt.

162. Die beiden Geschäftsbereiche XCOM und biw Bank weisen unterschiedliche Geschäftstätigkeiten mit unterschiedlichen Chancen- und Risikoprofilen auf. Daher hat die Bewertungsgutachterin für Zwecke der Bewertung der XCOM AG als Ganzes auf eine Sum-of-the-parts-Bewertung zurückgegriffen, bei der der Unternehmenswert der XCOM-Gruppe als Summe der Ertragswerte der beiden Geschäftsbereiche XCOM und biw Bank zuzüglich der Sonderwerte ermittelt wird.

163. Für eine bessere Vergleichbarkeit werden im Rahmen der Vergangenheitsanalyse zunächst die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der XCOM-Gruppe in einem Überblick und anschließend jeweils die Ertragslage der Geschäftsbereiche XCOM und biw Bank im Detail gesondert dargestellt.

164. Die Analysen zur Ertragslage und der Vermögens- und Finanzlage (Abschnitt E.IV.2.b) wurden für das Geschäftsjahr 2014 auf Basis des geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk testierten Konzernabschlusses nach HGB der XCOM AG und für die Geschäftsjahre 2015 und 2016 auf Basis der vom Management der Gesellschaft erstellten Teilkonzernabschlüsse für die XCOM AG nach HGB durchgeführt.

165. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse haben wir insbesondere die Analysen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und eigenständige Analysen zur Vermögens-, Finanz- und Ertragslage durchgeführt.

b) XCOM-Konzern

166. Nachfolgend wird die Ertragslage der XCOM-Gruppe für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 im Überblick dargestellt.

Ertragslage der XCOM-Gruppe Konzern unbereinigt	Ist 2014 Mio. €	Ist 2015 Mio. €	Ist 2016 Mio. €
Umsatzerlöse	67,0	80,7	87,5
Materialaufwand	-28,7	-33,3	-33,8
Personalaufwand	-25,8	-24,0	-17,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-13,3	-16,0	-12,0
Wertminderung Finanzanlagen	-1,6	0,0	0,0
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	**-2,3**	**7,4**	**24,1**
Abschreibungen auf Vermögenswerte	-3,5	-3,7	-3,4
Operatives Ergebnis (EBIT)	**-5,8**	**3,7**	**20,7**
Finanzergebnis	6,2	-2,9	-0,9
Ergebnis vor Steuern (EBT)	**0,4**	**0,9**	**19,8**
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,6	-2,0	-5,4
Ergebnis nach Steuern (EAT)	**-1,2**	**-1,1**	**14,4**

Quelle: XCOM, IVA-Analysen

Tabelle 2: Gewinn- und Verlustrechnung des XCOM-Konzerns für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016

167. Die XCOM-Gruppe setzt sich aus den beiden Geschäftsbereichen XCOM und biw Bank zusammen. Für eine detaillierte Analyse der Gewinn- und Verlustrechnung für die beiden Geschäftsbereiche XCOM und biw Bank verweisen wir auf die Abschnitte E.IV.2.c) und E.IV.2.d).

168. Die Vermögens- und Kapitalstruktur des XCOM-Gruppe stellt sich zu den jeweiligen Bilanzstichtagen für die Jahre 2014 bis 2016 wie folgt dar.

Bilanz zum 31. Dezember der XCOM-Gruppe Konzern	Ist 31.12.2014		Ist 31.12.2015		Ist 31.12.2016	
	Mio. €	in %	Mio. €	in %	Mio. €	in %
Immaterielle Vermögenswerte	4,1		2,4		0,8	
Sachanlagen	5,5		4,5		4,2	
Finanzanlagen und andere Vermögenswerte	214,4		2,4		3,6	
Langfristige Vermögenswerte	**224,0**	***23,5***	**9,4**	***0,8***	**8,5**	***0,6***
Vorräte und unfertige Leistungen	0,9		1,1		0,7	
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	436,8		6,7		14,5	
Sonstige Forderungen	0,0		16,9		17,9	
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	11,9		575,6		1.058,9	
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	280,0		521,1		386,8	
Kurzfristige Vermögenswerte	**729,7**	***76,5***	**1.121,4**	***99,2***	**1.478,9**	***99,4***
Summe der Aktiva	**953,7**	***100,0***	**1.130,8**	***100,0***	**1.487,4**	***100,0***
Gezeichnetes Kapital	0,5		0,5		0,5	
Kapitalrücklage	16,0		30,9		29,3	
Gewinnrücklagen	9,0		10,7		26,3	
Eigenkapital	**25,5**	***2,7***	**42,1**	***3,7***	**56,1**	***3,8***
Langfristige Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	4,7		1,4		1,3	
Langfristige Verbindlichkeiten ggü. Nicht-Banken	0,3		0,0		0,0	
Verpflichtungen aus Pensionen	0,6		0,7		0,6	
Langfristige Schulden	**5,6**	***0,6***	**2,1**	***0,2***	**1,9**	***0,1***
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	886,8		3,8		7,0	
Verbindlichkeiten ggü. Kunden	0,0		996,6		1.341,3	
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	22,9		68,0		58,1	
Steuerrückstellungen	0,0		7,6		15,4	
Sonstige Rückstellungen	7,8		10,2		6,6	
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	5,2		0,2		0,9	
Kurzfristige Schulden	**922,7**	***96,7***	**1.086,5**	***96,1***	**1.429,3**	***96,1***
Summe der Passiva	**953,7**	***100,0***	**1.130,7**	***100,0***	**1.487,4**	***100,0***

Quelle: XCOM, IVA-Analysen

Tabelle 3: Vermögens- und Kapitalstruktur des XCOM-Konzerns für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016

169. Die **Bilanzsumme** des XCOM-Konzerns steigt von 2014 auf 2016 um durchschnittlich rd. 24,9 % p.a., was im Wesentlichen auf den Anstieg der Bilanzsumme der biw Bank AG in Folge der Ausweitung des Kreditgeschäfts zurückzuführen ist.

170. Zum Stichtag 31. Dezember 2015 ist die **Aktivseite** des Konzerns gegenüber dem Vorjahr durch die Zunahme der Barreserven sowie den Rückgang von Wertpapieren bei der biw Bank AG gekennzeichnet. Im folgenden Geschäftsjahr wird die Entwicklung der Aktiva der XCOM-

Gruppe insbesondere durch eine Ausweitung der sonstigen finanziellen Vermögenswerte und einen Rückgang der Barreserve bei der biw Bank AG geprägt.

171. Die **langfristigen Vermögenswerte** bestehen in 2014 im Wesentlichen aus Finanzanlagen und anderen Vermögenswerten, die sich mit dem Verkauf von Wertpapieren in 2015 deutlich reduzieren. Der Verkauf der Finanzanlagen steht im Zusammenhang mit der Ausweitung der Begebung von Kommunalkrediten durch die biw Bank AG.

172. Die **kurzfristigen Vermögenswerte** bestehen im Wesentlichen aus Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, sonstigen kurzfristigen finanziellen Vermögenswerten und aus Zahlungsmitteln und Zahlungsmitteläquivalenten. Die in 2014 ausgewiesenen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen beinhalten im Wesentlichen Kundenforderungen der biw Bank AG. Der Rückgang der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen in 2015 und der Anstieg der sonstigen kurzfristigen finanziellen Vermögenswerte hängt unmittelbar mit der Begebung von Kommunalkrediten zusammen, die in 2014 noch unter den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen abgebildet werden. Bei den Kommunalkrediten handelt es sich um Kredite mit festen Kreditbeträgen, einer Laufzeit von unter einem Jahr und einem festen Kreditzins bis zum Rückzahlungstermin. Der hohe Bestand an Zahlungsmitteln in 2014 ist im Wesentlichen auf das Guthaben bei Zentralnotenbanken zurückzuführen, das bei der biw Bank AG als Bestandteil der Barreserve ausgewiesen wird. Die Guthaben bei Zentralnotenbanken steigen in 2015 auf 411,7 Mio. € an und vermindern sich im folgenden Geschäftsjahr wieder auf 178,3 Mio. €.

173. Die Entwicklung der **Passivseite** wird im Betrachtungszeitraum maßgeblich durch den Anstieg der Verbindlichkeiten gegenüber Kunden geprägt.

174. Die **kurzfristigen Schulden** bestehen im Wesentlichen aus Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und Verbindlichkeiten gegenüber Kunden der biw Bank AG. Im Geschäftsjahr 2014 bilden die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen mit 886,8 Mio. € den größten Bilanzposten. Es handelt sich im Wesentlichen um unverzinsliche, täglich fällige Verbindlichkeiten aus den Verrechnungskonten von Kunden. Der starke Rückgang der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen in 2015 und der Anstieg der Verbindlichkeiten gegenüber Kunden ist auf den unterschiedlichen Ausweis bzw. die Umgliederung von Verbindlichkeiten in der Konzernbilanz 2014 und in den Teilkonzernabschlüssen 2015 und 2016 zurückzuführen. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kunden bestehen nahezu vollständig aus Kundeneinlagen der biw Bank AG, die täglich fällig sind.

175. Das **Eigenkapital** des XCOM-Konzerns nimmt von 25,5 Mio. € in 2014 um rd. 65,3 % auf 42,1 Mio. € zu, was insbesondere auf die Veränderung der Kapitalrücklage bei der XCOM AG

in Folge einer Kapitalerhöhung im Dezember 2015 zurückzuführen ist. Der weitere Anstieg um 48,4 % auf 56,1 Mio. € in 2016 ist insbesondere auf die im Geschäftsjahr 2016 erzielten Jahresüberschüsse der XCOM AG von 8,5 Mio. € und der biw Bank AG von 6,0 Mio. € zurückzuführen.

c) Geschäftsbereich XCOM

176. Die nachfolgende Tabelle stellt die unbereinigte Pro-Forma-Ertragslage des **Geschäftsbereichs XCOM** für die Geschäftsjahre 2015 und 2016 dar:

Geschäftsbereich XCOM Gewinn- und Verlustrechnung unbereinigt	Ist-Pro-Forma 2015 Mio. €	Ist-Pro-Forma 2016 Mio. €	Delta *2015-16* %
Umsatzerlöse (UE)	**34,9**	**33,7**	***-3,4***
Umsatzerlöse IT-Geschäft	29,2	30,5	*4,5*
Provisionserträge	0,0	0,0	*n.a.*
Zinserträge	0,0	0,0	*-50,2*
Sonstige betriebliche Erträge	5,6	3,2	*-43,7*
Materialaufwand	**-8,8**	**-6,7**	***-23,3***
Aufwand IT-Geschäft	-5,0	-4,8	*-3,3*
Provisionsaufwand	-0,1	-0,1	*-32,1*
Zinsaufwand	0,0	-0,1	*>100,0*
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-3,7	-1,8	*-51,5*
Deckungsbeitrag I	**26,1**	**27,0**	*3,3*
Deckungsbeitrag I in % der UE	*74,8%*	*80,0%*	
Personalaufwand	-16,1	-10,6	*-34,4*
Personalaufwand in % der UE	*46,2%*	*31,4%*	
Sonstige betriebl. Aufwendg. (sbA)	-4,7	-4,0	*-15,1*
sbA in % der UE	*13,5%*	*11,8%*	
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	**5,3**	**12,4**	*>100,0*
EBITDA in % der UE	*15,2%*	*36,8%*	
Abschreibungen auf Vermögenswerte	-3,2	-2,9	*-7,7*
Operatives Ergebnis (EBIT)	**2,1**	**9,5**	*>100,0*
EBIT in % der UE	*6,1%*	*28,2%*	
Finanzergebnis	-2,2	0,1	*n.a.*
Ergebnis vor Steuern (EBT)	**-0,1**	**9,6**	*n.a.*
EBT in % der UE	*-0,2%*	*28,3%*	
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,8	-2,9	*55,5*
Ergebnis nach Steuern (EAT)	**-1,9**	**6,7**	*n.a.*
EAT in % der UE	*-5,5%*	*19,8%*	

Quelle: XCOM AG, IVA-Darstellung

Tabelle 4: Pro-Forma-Ertragslage des Geschäftsbereichs XCOM für die Geschäftsjahre 2015 und 2016

177. Die Pro-Forma-Ertragslage des Geschäftsbereichs XCOM wird durch die Gewinn- und Verlustrechnungen der XCOM AG und der Xervices GmbH nach Berücksichtigung von Konsolidierungseffekten gebildet. Die Darstellung erfolgt nach dem internen Gliederungsschema der Gesellschaft, das auch der Planungsrechnung zugrunde liegt.

178. Die **Umsatzerlöse** des Geschäftsbereichs XCOM werden im Geschäftsjahr 2016 (2015) zu rd. 90,5 % (83,7 %) aus IT-Dienstleistungen beigesteuert. Der Anteil der sonstigen betrieblichen Erträge sinkt hingegen auf 9,4 % (16,1 %). Die in Form von Provisions- und Zinserträgen erfassten Umsatzerlöse sind mit einem Anteil von rd. 0,1 % unwesentlich. Die Umsätze aus IT-Dienstleistungen werden insbesondere durch Infrastruktur-Dienstleistungen („IT-Services & Infrastructure“) sowie aus der Produktgruppe „Software Banking“ erzielt und entfallen insbesondere auf für die biw Bank AG erbrachte Dienstleistungen.

179. Die **sonstigen betrieblichen Erträge** umfassen insbesondere Erträge aus der Weiterberechnung entstandener Kosten, Kursgewinne aus dem Arbitragehandel sowie Erträge aus dem Verkauf von Anlagevermögen. Der Rückgang im Geschäftsjahr 2016 ist darauf zurückzuführen, dass im Vorjahr ein außerordentlicher Erlös aus einem Anlagenverkauf i.H.v. rd. 1,8 Mio. € in den sonstigen betrieblichen Erträge enthalten ist. Diesem Anlagenabgang steht ein sonstiger betrieblicher Aufwand i.H.v. rd. 1,8 Mio. € im Geschäftsjahr 2015 gegenüber.

180. Während die Umsatzerlöse aus dem IT-Geschäft im Jahr 2016 um rd. 4,5 % gestiegen sind, führt der deutliche Rückgang der sonstigen betrieblichen Erträge dazu, dass die Umsatzerlöse insgesamt um 3,4 % zurückgegangen sind.

181. Der **Materialaufwand** setzt sich im Wesentlichen aus den Aufwendungen für IT-Dienstleistungen mit einem Anteil von rd. 71,3 % im Geschäftsjahr 2016 und den umsatzbezogenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen zusammen, auf die im Geschäftsjahr 2016 ein Anteil von rd. 28,6 % entfällt. Die Aufwendungen aus dem IT-Geschäft sind bei leicht steigenden Umsatzerlösen um rd. 3,3 % auf 4,8 Mio. € zurückgegangen, so dass sich insoweit die Marge aus dem IT-Geschäft von 83,0 % in 2015 auf 84,3 % in 2016 leicht erhöht hat. Die umsatzbezogenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthalten im Wesentlichen Kursverluste aus dem Arbitragehandel sowie die Kosten für den Wertpapierhandel. Der Rückgang der umsatzbezogenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Geschäftsjahr 2016 um rd. 1,9 Mio. € ist vor allem darauf zurückzuführen, dass im Geschäftsjahr 2015 ein Aufwand aus der Ausbuchung des Restbuchwerts im Zusammenhang mit einem Anlagenabgang (vgl. Tz. 179) i.H.v. rd. 1,8 Mio. € erfasst wurde. Insgesamt resultiert hieraus ein Rückgang des Materialaufwands um rd. 2,0 Mio. €.

182. Der **Deckungsbeitrag** verbesserte sich aufgrund der genannten Effekte in den Umsatzerlösen und dem Materialaufwand in 2016 (2015) auf rd. 80,0 % (74,8 %).

183. Der Rückgang der **Personalaufwendungen** von 16,1 Mio. € in 2015 auf rd. 10,6 Mio. € in 2016 resultiert im Wesentlichen aus der Übertragung von 19 Beschäftigungsverhältnissen aus der XCOM AG auf die FinTech Group AG mit Wirkung zum 1. Dezember 2015 sowie aus reduzierten Gehältern als Folge verminderter Tantiemen. Darüber hinaus wurden in den Personalaufwendungen des Jahres 2016 Erträge aus der Auflösung von in den Vorjahren gebildeten Rückstellungen für Abfindungen bzw. Boni und Tantiemen i.H.v. rd. 3,1 Mio. € saldiert. Auskunftsgemäß konnte zudem die Personalproduktivität im Geschäftsbereich XCOM gesteigert werden.

184. Die **sonstigen nicht-umsatzbezogenen betrieblichen Aufwendungen** umfassen u.a. Raumkosten, Werbe- und Reisekosten, Kfz-Kosten, Versicherungen sowie Rechts- und Beratungskosten. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sinken in 2016 um 15,1 %, unter anderem in Folge reduzierter Rechts- und Beratungskosten sowie verminderter Werbe- und Reisekosten bei der XCOM AG.

185. Das **Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen** (**EBITDA**) kann bei einem leicht höheren Deckungsbeitrag vor allem aufgrund rückläufiger Personalkosten sowie der sonstigen nicht-umsatzbezogenen betrieblichen Aufwendungen deutlich auf 12,4 Mio. € gesteigert werden. Die EBITDA-Marge, definiert als das EBITDA im Verhältnis zu den Umsatzerlösen, verbessert sich dadurch von 15,2 % in 2015 auf rd. 36,8 % in 2016. Der Anstieg des EBITDA und der EBITDA-Marge wird dabei maßgeblich auch durch die beschriebenen einmaligen Effekte beeinflusst.

186. Die **Abschreibungen** auf Vermögenswerte verringerten sich in 2016 um rd. 7,7 % auf 2,9 Mio. €.

187. Das **Finanzergebnis** verbesserte sich deutlich von -2,2 Mio. € in 2015 auf 0,1 Mio. € in 2016 durch die pflichtmäßige Anwendung eines gestiegenen Basiszinssatzes bei der Bewertung der Pensionsrückstellungen.

188. Insgesamt konnte der Geschäftsbereich XCOM damit im Geschäftsjahr 2016 das Ergebnis vor Steuern von -0,1 Mio. € deutlich auf 9,6 Mio. € erhöhen.

189. Nach Berücksichtigung von **Steuern vom Einkommen und vom Ertrag** in Höhe von 2,9 Mio. € (1,8 Mio. €) in 2016 (2015) resultiert ein **Ergebnis nach Steuern (EAT)** in Höhe von 6,7 Mio. € (-1,9 Mio. €), das einer EAT-Marge von rd. 19,8 % (-5,5 %) entspricht.

Bereinigungen der Ertragslage des Geschäftsbereichs XCOM

190. Ausgehend von der Analyse der Vergangenheitsergebnisse wurde im Rahmen der Bewertung des Geschäftsbereichs XCOM eine Bereinigung der operativen Ergebnisse vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) durch die Bewertungsgutachterin durchgeführt. Um eine bessere Vergleichbarkeit der Vergangenheitsergebnisse mit den Planzahlen der Unternehmensprognose zu gewährleisten, hat die Bewertungsgutachterin die Geschäftsjahre 2015 und 2016 um wesentliche außerordentliche und periodenfremde und einmalige Vorgänge bereinigt.

191. In der nachfolgenden Tabelle werden die vorgenommenen Bereinigungen und die Überleitung des operativen Ergebnisses vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) für die Geschäftsjahre 2015 bis 2016 abgebildet.

EBITDA nach Bereinigungen Geschäftsbereich XCOM	**Ist 2015 Mio. €**	**Ist 2016 Mio. €**
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) - unbereinigt	**5,3**	**12,4**
Bereinigungen	**-0,2**	**-3,7**
Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen	-0,4	-3,1
Buchgewinne aus Anlagenabgängen	-1,9	0,0
Erträge aus Schadensersatzleistungen	0,0	0,0
Zuschüsse	0,0	0,0
Herabsetzung von Wertberichtigungen auf Forderungen	0,0	0,0
Anpassung von Pensionsverpflichtungen	-0,1	--
Buchverluste aus Anlagenabgängen	1,8	0,0
Abfindungen	1,2	0,3
Wertberichtigung auf Forderungen und Forderungsverluste	0,0	--
Kursgewinne Arbitrage	-2,2	-2,4
Kosten aus Wertpapierhandel	1,1	1,1
Kursverluste Arbitrage	0,4	0,5
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) - bereinigt	**5,1**	**8,7**

Nachrichtlich:

Umsatzerlöse IT-Geschäft (Mio. €)	*29,2*	*30,5*
EBITDA-Marge unbereinigt	*18,1%*	*40,7%*
EBITDA-Marge bereinigt	*17,4%*	*28,6%*

Quelle: XCOM, PwC, IVA-Analysen

Tabelle 5: Bereinigte EBITDA des Geschäftsbereichs XCOM für die Geschäftsjahre 2015 und 2016

192. Aufgrund der expliziten Darstellung, Erläuterung und Begründung der Bereinigungen des Bewertungsgutachtens von PwC in Abschnitt C.II.3.c, das dem Übertragungsbericht der

Hauptaktionärin als Anlage beigefügt ist, verweisen wir hierzu im Detail auf diese Ausführungen.

193. Wir haben die Bereinigungen auf Basis der Jahresabschlüsse der XCOM und der Xervices für die Geschäftsjahre 2015 und 2016 sowie weiterer uns ergänzend zur Verfügung gestellter Informationen und Auskünfte inhaltlich nachvollzogen und halten sie für sachgerecht. Weitere wesentliche zu bereinigende Sachverhalte des operativen Ergebnisses vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) des Geschäftsbereichs XCOM, die aus Gründen der Vergleichbarkeit der Vergangenheit mit der Planungsrechnung vorzunehmen wären, haben wir bei unserer Prüfung nicht identifiziert.

d) Geschäftsbereich biw Bank

194. Nachfolgend wird die unbereinigte Pro-Forma-Ertragslage des **Geschäftsbereichs biw** Bank für die Geschäftsjahre 2015 und 2016 dargestellt.

Geschäftsbereich biw Bank Gewinn- und Verlustrechnung unbereinigt	Ist-Pro-Forma 2015 Mio. €	Ist-Pro-Forma 2016 Mio. €	Delta *2015-16* %
Umsatzerlöse (UE)	**56,4**	**70,7**	***25,5***
Umsatzerlöse IT-Geschäft	0,1	0,0	*-30,8*
Provisionserträge	53,4	59,2	*10,9*
Zinserträge	4,4	4,5	*1,3*
Sonstige betriebliche Erträge	-1,5	7,0	*n.a.*
Materialaufwand	**-27,8**	**-32,4**	***16,7***
Aufwand IT-Geschäft	-1,5	-1,6	*8,3*
Provisionsaufwand	-24,4	-24,7	*0,9*
Zinsaufwand	-0,8	-1,3	*53,2*
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-1,0	-4,9	*>100,0*
Deckungsbeitrag I	**28,6**	**38,3**	***34,1***
Deckungsbeitrag I in % der UE	*50,7%*	*54,1%*	
Personalaufwand	-8,3	-6,9	*-17,0*
Personalkosten in % der UE	*14,7%*	*9,7%*	*-33,9*
Sonstige betriebl. Aufwendg. (sbA)	-19,2	-19,6	*2,2*
sbA in % der UE	*34,0%*	*27,7%*	*-18,6*
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	**1,2**	**11,9**	***>100,0***
EBITDA in % der UE	*2,0%*	*16,8%*	
Abschreibungen auf Vermögenswerte	-0,5	-0,5	*-0,9*
Operatives Ergebnis (EBIT)	**0,6**	**11,4**	***>100,0***
EBIT in % der UE	*1,1%*	*16,1%*	
Finanzergebnis	-0,6	-1,0	*49,3*
Ergebnis vor Steuern (EBT)	**-0,0**	**10,4**	***n.a.***
EBT in % der UE	*0,0%*	*14,7%*	
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,1	-2,6	*>100,0*
Ergebnis nach Steuern (EAT)	**-0,1**	**7,8**	***n.a.***
EAT in % der UE	*-0,3%*	*11,1%*	

Quelle: XCOM AG, IVA-Darstellung

Tabelle 6: Pro-Forma-Ertragslage des Geschäftsbereichs biw Bank für die Geschäftsjahre 2015 und 2016

195. Die Pro-Forma-Ertragslage des Geschäftsbereichs biw Bank wird durch die Gewinn- und Verlustrechnungen der biw Bank AG, der ViTrade GmbH und der XCOM Finanz GmbH nach Berücksichtigung von Konsolidierungseffekten gebildet. Die Darstellung erfolgt nach dem internen Gliederungsschema der Gesellschaft, das auch der Planungsrechnung zugrunde liegt.

196. Die **Umsatzerlöse** des Geschäftsbereichs biw entfallen im Geschäftsjahr 2016 (2015) mit rd. 83,7 % (94,8 %) auf Provisionserträge. Der Anteil der sonstigen betrieblichen Erträge steigt auf 9,9 % (-2,7 %). Die Zinserträge steigen zwar betragsmäßig an, aufgrund des im Vergleich zu den übrigen Umsatzerlösen unterproportionalen Anstiegs reduziert sich ihr Anteil jedoch auf rd. 6,3 % (7,9 %).

197. Die **Provisionserträge** werden im Wesentlichen aus in Rechnung gestellten Ordergebühren generiert. Außerdem werden Provisionen aus Börsenabrechnungen, aus den Geschäftstätigkeiten der Marke BankM (insbesondere IPO und Designated Sponsoring) und aus Investmentfonds vereinnahmt. Darüber hinaus bilden Erträge aus dem Mandantengeschäft, Kursgewinne aus Wertpapiergeschäften der KochBank sowie Erträge aus dem CFD-Forex-Handel weitere Bestandteile der Provisionserträge. Die positive Entwicklung der Provisionserträge im Geschäftsjahr 2016 ergibt sich im Wesentlichen aus einer um rd. 19,6 % gestiegenen Anzahl an abgewickelten Trades, aus denen insgesamt ein Anstieg der Provisionserträge um rd. 4,1 Mio. € erzielt werden konnte.

198. Durch einen Ausbau des Kreditgeschäfts (Vergabe von Lombard-Krediten, flatex Flex-Krediten, Unternehmenskrediten) sowie den weiteren Ausbau des Factoring-Geschäfts haben sich die **Zinserträge** im Vergleich zum Vorjahr positiv entwickelt. Dem gegenüber stehen rückläufige Zinserträge im Kommunalkreditgeschäft aufgrund der Absenkung der Zinssätze von insgesamt rd. -0,7 Mio. € sowie Anleiheverkäufe, die zu einer Minderung des Zinsertrages von rd. 0,5 Mio. € geführt haben. Insgesamt konnten die Zinserträge daher im Geschäftsjahr 2016 – trotz der Ausweitung des Kreditportfolios – nur geringfügig um rd. 1,3 % gesteigert werden.

199. Die **sonstigen betrieblichen Erträge** enthalten im Wesentlichen Erträge aus der Weiterbelastung von Fremdkosten an Dritte. Im Geschäftsjahr 2015 wurde in den sonstigen betrieblichen Erträgen zudem die Bildung einer Einzelwertberichtigung auf das HETA-Engagement i.H.v. rd. 3,8 Mio. € saldiert, so dass insgesamt negative sonstige betriebliche Erträge von 1,5 Mio. € ausgewiesen werden. Aufgrund eines Rückkaufangebots konnte diese Wertberichtigung im Jahr 2016 wieder erfolgswirksam aufgelöst werden. Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge um rd. 8,5 Mio. € ist somit im Wesentlichen auf die Bildung und anschließende Auflösung der Wertberichtigung auf das HETA-Engagement der biw Bank AG zurückzuführen.

200. Der **Materialaufwand** steigt in 2016 um rd. 16,7 % und damit mit einer geringeren Wachstumsrate als die Umsatzerlöse. Die Provisionserträge können in 2016 mit rd. 10,9 % deutlich stärker gesteigert werden als die korrespondierenden Provisionsaufwendungen, die mit 0,9 % nur unterproportional ansteigen. In dieser Entwicklung spiegelt sich wider, dass erhöhte Aufwendungen aus Vermittlungsprovisionen für Vertriebspartner (flatex) partiell durch geringere Aufwendungen aus dem Geschäft mit der CeFDex kompensiert werden können. Der umsatzbezogene sonstige betriebliche Aufwand beläuft sich in 2016 auf rd. 4,9 Mio. € und liegt damit über dem Vorjahreswert von 1,0 Mio. €. Ursächlich hierfür sind einerseits höhere Aufwendungen im Wertpapiergeschäft der KochBank in 2016 (+1,8 Mio. €). Zudem wurden im Geschäftsjahr 2015 Erträge aus der Auflösung von Vorsorgereserven nach § 340g HGB (Fonds für allgemeine Bankrisiken) i.H.v. rd. 1,3 Mio. € im sonstigen betrieblichen Aufwand saldiert.

201. Im Ergebnis verbesserte sich der **Deckungsbeitrag** aufgrund der im Vergleich zu den Provisionserträgen nur unterproportional ansteigenden Aufwendungen in 2016 auf rd. 32,4 Mio. €. Dies entspricht einer Deckungsbeitrags-Marge von rd. 54,1 % (Vorjahr: 50,7 %).

202. Die **Personalaufwendungen** reduzieren sich im Geschäftsjahr 2016 um rd. 17,0 % auf 6,9 Mio. €. In dieser Entwicklung spiegelt sich der Anstieg der Gehaltszahlungen um rd. 0,5 Mio. € wider, der durch gegenüber dem Vorjahr reduzierte Sondervergütungen und Tantiemen (-0,4 Mio. €) und geringere Abfindungszahlungen (-0,7 Mio. €) überkompensiert wird. Zudem werden unter den Personalaufwendungen Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen erfasst, die sich im Geschäftsjahr 2016 von 0,6 Mio. € auf 1,4 Mio. € erhöht haben. Außerdem wurden Stabstellen zum 1. Dezember 2015 auf die FinTech Group AG ausgelagert.

203. Die **sonstigen nicht-umsatzbezogenen betrieblichen Aufwendungen** umfassen neben EDV-Kosten, Beiträge und Umlagen, Weiterbelastung von Personalkosten durch die FinTech Group AG, Raumkosten, Rechts- und Beratungskosten sowie Werbekosten. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhten sich in 2016 im Vergleich zum Vorjahr um 2,2 % auf 19,6 Mio. €. Dies ist insbesondere auf steigende EDV-Kosten zurückzuführen. Die erhöhten EDV-Kosten sind auf eine neue Rahmenvereinbarung mit der XCOM AG für den Betrieb, Softwarewartung und –pflege sowie eine Nutzungsgebühr für die Software Banksystem ab dem 1. April 2016 zurückzuführen. Mit der der Auslagerung von Stellen in den Funktionseinheiten Personal, Compliance, Recht, Meldewesen, Finanzbuchhaltung und Controlling auf die FinTech Group AG erhöhen sich in 2016 die weiterbelasteten Personalkosten. Demgegenüber stehen signifikanten Einsparungen bei den Werbekosten sowie den Rechts- und Beratungskosten.

204. Die **Abschreibungen** auf Vermögenswerte blieben in 2016 mit rd. 0,5 Mio. € nahezu auf Vorjahresniveau.

205. Das **Finanzergebnis** verringerte sich auf -1,0 Mio. € in 2016 in Folge der negativen Zinsen auf die Einlagenfazilität bei der Europäischen Zentralbank.

206. Im Geschäftsbereich biw Bank konnte das **Ergebnis vor Steuern** gegenüber dem Vorjahr insgesamt von 0,0 Mio. € auf 10,4 Mio. € gesteigert werden. Nach Berücksichtigung der **Steuern vom Einkommen und vom Ertrag** in Höhe von 2,6 Mio. € (0,1 Mio. €) in 2016 (2015) resultiert ein **Ergebnis nach Steuern (EAT)** in Höhe von 7,8 Mio. € (-0,1 Mio. €), das einer EAT-Marge von rd. 11,1 % (-0,3 %) entspricht.

Bereinigungen der Ertragslage des Geschäftsbereichs biw Bank

207. Analog zum Vorgehen für den Geschäftsbereich XCOM hat die Bewertungsgutachterin, ausgehend von der Analyse der Vergangenheitsergebnisse eine Bereinigung der operativen Ergebnisse vor Steuern (EBT) des Geschäftsbereichs biw Bank durchgeführt. Dabei wurden für die Geschäftsjahre 2015 und 2016 wesentliche außerordentliche und periodenfremde und einmalige Vorgänge bereinigt.

208. Nachfolgend wird die bereinigte Entwicklung des Ergebnisses vor Steuern (EBT) für die Geschäftsjahre 2015 bis 2016 dargestellt.

EBT nach Bereinigungen Geschäftsbereich biw Bank	**Ist 2015 Mio. €**	**Ist 2016 Mio. €**
Ergebnis vor Steuern (EBT) - unbereinigt	**0,0**	**10,4**
Bereinigungen	**4,5**	**-4,6**
Entnahme aus dem Fonds für allgemeine Bankrisiken	-1,3	--
Auflösung von Rückstellungen	-0,6	-1,4
Erträge XCOM Finanz GmbH	--	-0,3
Abfindung ehemaliger Vorstandsmitglieder	0,8	--
Prozess- und Anwaltskosten Klage flatex	0,3	--
Honorar und Erfolgszuschlag Rechtsberatung HETA	0,1	0,0
Rückstellungsbildung Rückbau Immobilie	0,2	--
Rückstellungsbildung potenzieller Schadensfall	0,6	--
Bildung/Auflösung Einzelwertberichtigung HETA	3,8	-3,8
Kursgewinne Arbitrage	2,2	2,4
Kosten aus Wertpapierhandel	-1,1	-1,1
Kursverluste Arbitrage	-0,4	-0,5
Ergebnis vor Steuern (EBT) – bereinigt	**4,5**	**5,8**

Nachrichtlich:

Umsatzerlöse (Mio. €)	*56,4*	*70,7*
EBT-Marge unbereinigt	*0,0%*	*14,7%*
EBT-Marge bereinigt	*8,0%*	*8,2%*

Quelle: XCOM, IVA-Analysen

Tabelle 7: Bereinigte EBT des Geschäftsbereichs biw Bank für die Geschäftsjahre 2015 und 2016

209. Aufgrund der expliziten Darstellung, Erläuterung und Begründung der Bereinigungen im Bewertungsgutachten von PwC in Abschnitt C.II.3.d, das dem Übertragungsbericht der Hauptaktionärin als Anlage beigefügt ist, verweisen wir hierzu im Detail auf diese Ausführungen.

210. Auf Basis der Jahresabschlüsse der biw Bank AG, der ViTrade GmbH und der XCOM Finanz GmbH sowie weiterer uns ergänzend zur Verfügung gestellter Informationen und Auskünfte haben wir die Bereinigungen im Geschäftsbereich biw Bank für die Geschäftsjahre 2015 und 2016 inhaltlich nachvollzogen und halten sie für sachgerecht.

211. Weitere wesentliche zu bereinigende Sachverhalte des operativen Ergebnisses vor Steuern (EBT) des Geschäftsbereichs biw Bank, die aus Gründen der Vergleichbarkeit der Vergangenheit mit der Planungsrechnung vorzunehmen wären, haben wir bei unserer Prüfung nicht identifiziert.

3. Planungsprozess

212. Der Planungsprozess innerhalb der XCOM-Gruppe beginnt im Herbst eines jeden Kalenderjahres, indem für die einzelnen Gesellschaften der XCOM-Gruppe in Abstimmung mit dem Management der jeweiligen Gesellschaft eine Mittelfristplanung für einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren erstellt wird. Die Planung der einzelnen Gesellschaften wird dann zu einer konsolidierten Planungsrechnung zusammengeführt. Ausgehend von dieser Mittelfristplanung werden regelmäßige Aktualisierungen vorgenommen, soweit sich wesentliche Planungsparameter geändert haben oder andere wesentliche Sachverhalte und Erkenntnisse eine Anpassung der Planung erfordern. Die Planungsrechnungen werden vom Vorstand der XCOM AG erstellt und dem Aufsichtsrat der Gesellschaft zur billigenden Kenntnisnahme vorgelegt.

213. Die Planung der XCOM-Gruppe erfolgt grundsätzlich im Rahmen eines sogenannten Bottom-Up-Prozesses. Hierzu werden auf der Ebene der Einzelgesellschaften – unter Berücksichtigung der individuellen wirtschaftlichen Erwartungen und Besonderheiten der jeweiligen Gesellschaft – insbesondere die Umsatzerlöse und die damit einhergehenden Kosten geplant. Die Einzelplanungen werden zwischen dem Management der jeweiligen Gesellschaften und dem Vorstand der XCOM AG diskutiert und abgestimmt und zu einer konsolidierten Planungsrechnung zusammengeführt, die die aktuelle Einschätzung zur wirtschaftlichen Entwicklung der jeweiligen Einzelgesellschaft wie auch der XCOM-Gruppe insgesamt widerspiegelt.

214. Für Zwecke der vorliegenden Bewertung hat die Bewertungsgutachterin den derzeit aktuellsten Planungsstand der XCOM-Gruppe zugrunde gelegt, der vom Vorstand der XCOM

AG erstellt wurde und vom Aufsichtsrat der Gesellschaft am 20. April 2017 billigend zur Kenntnis genommen wurde.

215. Die Planungsrechnung für die einzelnen Gesellschaften sowie die XCOM-Gruppe umfasst die Geschäftsjahre 2017 bis 2021 und besteht jeweils aus Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen, die vom Vorstand der XCOM AG unter Anwendung der Vorschriften des HGB in der Konzernwährung Euro erstellt wurden. Im Sinne der Phasenmethode (vgl. IDW S1, Tz. 75 ff.) bilden daher die Planjahre 2017 bis 2021 die Detailplanungsphase (Phase I).

216. Eine eigenständige Bilanzplanung für die einzelnen Gesellschaften bzw. die XCOM-Gruppe ist nicht Bestandteil der Unternehmensplanung. In Bezug auf die biw Bank AG enthält die Planungsrechnung ergänzend eine zur Gewinn- und Verlustrechnung abstimmte Kapitalplanung.

217. Die beiden Geschäftsbereiche XCOM und biw Bank weisen unterschiedliche Geschäftstätigkeiten mit unterschiedlichen Chancen- und Risikoprofilen auf. Daher hat die Bewertungsgutachterin für Zwecke der Bewertung der XCOM AG als Ganzes auf eine Sum-of-the-parts-Bewertung zurückgegriffen, bei der der Unternehmenswert der XCOM AG als Summe der Unternehmenswerte der beiden Geschäftsbereiche XCOM und biw Bank ermittelt wird. Dementsprechend hat die Bewertungsgutachterin ausgehend von der Unternehmensplanung der XCOM-Gruppe anhand der den einzelnen Geschäftsbereichen zugeordneten Gesellschaften entsprechende konsolidierte Planungsrechnungen für die beiden Geschäftsbereiche abgeleitet. Da im Rahmen der Unternehmensplanung der Gesellschaft keine explizite Bilanzplanung vorgenommen wurde, hat die Bewertungsgutachterin für den Geschäftsbereich XCOM in Abstimmung mit dem Management der Gesellschaft relevante Parameter für die Entwicklung der Bilanzposten im Planungszeitraum fixiert und die Bilanz entsprechend fortgeschrieben.

218. Zusammenfassend ist somit festzuhalten, dass die Unternehmensbewertung auf der derzeit aktuellsten und vom Aufsichtsrat billigend zur Kenntnis genommenen Planungsrechnung basiert. Nach unseren Feststellungen wurde der bewertungsrelevante Zahlungsstrom für die Geschäftsbereiche XCOM und biw Bank von der Bewertungsgutachterin sachgerecht aus der Unternehmensplanung der XCOM-Gruppe abgeleitet.

4. Planungstreue

a) Geschäftsbereich XCOM

219. Im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit haben wir auch die Planungstreue der Gesellschaft in der Vergangenheit analysiert. Zu diesem Zweck haben wir die im Rahmen des jährlichen Planungs- und Berichterstattungsprozesses der XCOM-Gruppe in der Vergangenheit

erstellten Budgetplanungen für die beiden wesentlichen Konzerngesellschaften XCOM AG und biw Bank AG für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 den Ist-Ergebnissen gegenübergestellt.

220. In der nachfolgenden Übersicht werden die jeweiligen Budgetplanungen der XCOM AG den Ist-Ergebnissen gegenübergestellt. Dabei ist zu beachten, dass die nachfolgend dargestellten Zahlen ausschließlich die XCOM AG, nicht aber den gesamten Geschäftsbereich XCOM umfassen. Zudem folgt die nachfolgende Darstellung des Plan-Ist-Vergleichs einem von der der Vergangenheitsanalyse abweichenden Gliederungsschema. So werden in der nachfolgenden Darstellung u.a. auch die Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen unter den Umsatzerlösen erfasst, die im Rahmen der Vergangenheitsanalyse in den Personalaufwendungen saldiert wurden.

XCOM AG	2014			2015			2016		
Planungstreue	**Plan Mio. €**	**Ist Mio. €**	**Abw. in %**	**Plan Mio. €**	**Ist Mio. €**	**Abw. in %**	**Plan Mio. €**	**Ist Mio. €**	**Abw. in %**
Umsatzerlöse	28,0	36,1	*29,1%*	31,1	35,1	*12,7%*	34,4	36,8	*7,2%*
Materialaufwand	-4,4	-7,9	*77,1%*	-5,9	-8,5	*45,6%*	-7,3	-6,8	*-7,6%*
Personalaufwand	-15,6	-18,5	*18,6%*	-15,8	-15,8	*0,1%*	-13,7	-13,5	*-1,3%*
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-4,0	-5,2	*29,0%*	-4,2	-4,6	*9,8%*	-4,0	-3,9	*-2,0%*
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	**3,9**	**4,6**	***16,3%***	**5,3**	**6,2**	***15,7%***	**9,3**	**12,6**	***35,2%***
Abschreibungen auf Vermögenswerte	-1,6	-1,4	*-14,5%*	-1,8	-1,5	*-12,7%*	-1,7	-1,3	*-24,6%*
Operatives Ergebnis (EBIT)	**2,3**	**3,2**	***38,4%***	**3,6**	**4,6**	***29,8%***	**7,6**	**11,3**	***48,8%***
Finanzergebnis	0,2	-1,2	*n.a.*	-0,5	-2,2	*387,3%*	-0,7	0,1	*n.a.*
Ergebnis vor Steuern (EBT)	**2,5**	**2,0**	***-21,2%***	**3,1**	**2,4**	***-22,5%***	**6,9**	**11,4**	***64,1%***
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,8	-0,9	*10,9%*	-1,0	-1,8	*76,3%*	-1,4	-2,9	*108,8%*
Ergebnis nach Steuern (EAT)	**1,7**	**1,0**	***-37,1%***	**2,1**	**0,6**	***-72,2%***	**5,6**	**8,5**	***53,0%***

Quelle: XCOM AG, IVA-Analysen

Tabelle 8: Analyse der Planungstreue der XCOM AG für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016

221. Die realisierten **Umsatzerlöse** der XCOM AG lagen in den Jahren 2014 bis 2016 durchgängig über den geplanten Umsatzerlösen, wobei die relative Plan-Ist-Abweichung im Zeitverlauf von 29,1 % im Jahr 2014 auf 7,2 % im Jahr 2016 abgenommen hat. Die Abweichung im Geschäftsjahr 2016 ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass Rückstellungen für Boni und Tantiemen in nicht erwarteter Höhe ertragswirksam aufgelöst werden konnten.

222. In den Plan-Ist-Abweichungen für den **Materialaufwand** spiegelt sich für die Jahre 2014 und 2015 die entsprechende Abweichung der Umsatzerlöse wider. Im Jahr 2016 lag der Materialaufwand mit 7,6 % unter dem Planwert, was im Wesentlichen auf einen geringeren Materialaufwand im Zusammenhang mit dem IT-Geschäft zurückzuführen ist. Insgesamt zeigen sich im Zeitablauf geringere Abweichungen zwischen den ursprünglichen Planwerten und den tatsächlich realisierten Umsatzerlösen und Materialaufwendungen. Diese

Entwicklung ist nach Aussagen der Gesellschaft auf einen modifizierten Planungsansatz zurückzuführen.

223. Die Plan-Ist-Abweichung für den **Personalaufwand** im Jahr 2014 ist insbesondere auf eine hohe Personalfluktuation und Abfindungszahlungen für ausgeschiedene Führungskräfte zurückzuführen. In den folgenden Geschäftsjahren 2015 und 2016 ergaben sich jeweils nur geringfügige Abweichungen zu den Planwerten.

224. Auch in Bezug auf die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** ist zu erkennen, dass die Plan-Ist-Abweichungen im zeitlichen Verlauf abnehmen, so dass sich im Geschäftsjahr 2016 lediglich noch eine Abweichung von 2,0 % ergibt.

225. Die Abweichungen beim **Finanzergebnis** resultieren maßgeblich aus einem von den Planwerten abweichenden Zinsaufwand für die Pensionsverpflichtungen.

226. Die Analyse zeigt insgesamt, dass sich die Planungstreue der Gesellschaft im Zeitablauf erkennbar verbessert hat und die verbliebenen Abweichungen im Geschäftsjahr 2016 insbesondere auch auf nicht erwartete Sondereffekte aus der Auflösung von Rückstellungen zurückzuführen sind.

b) Geschäftsbereich biw Bank

227. In der nachfolgenden Übersicht werden die jeweiligen Budgetplanungen der biw Bank AG den Ist-Ergebnissen gegenübergestellt. Dabei ist zu beachten, dass die nachfolgend dargestellten Zahlen ausschließlich die biw Bank AG, nicht aber den gesamten Geschäftsbereich biw Bank umfassen. Vor diesem Hintergrund wurde der Plan-Ist-Vergleich anhand des für Banken üblichen Schemas der Gewinn- und Verlustrechnung vorgenommen.

biw Bank AG	2014			2015			2016		
Planungstreue	**Plan**	**Ist**	**Abw.**	**Plan**	**Ist**	**Abw.**	**Plan**	**Ist**	**Abw.**
	Mio. €	**Mio. €**	**in %**	**Mio. €**	**Mio. €**	**in %**	**Mio. €**	**Mio. €**	**in %**
Ergebnis nach sonstigen Erlösen	24,6	24,3	*-0,9%*	26,2	26,2	*0,1%*	29,4	33,3	*13,1%*
Personalaufwand	-5,9	-6,3	*5,7%*	-6,6	-7,5	*13,3%*	-7,5	-7,6	*1,8%*
Sachkosten	-16,0	-16,3	*2,0%*	-16,1	-17,9	*11,0%*	-17,5	-18,6	*5,8%*
Abschreibungen	-0,5	-0,5	*5,3%*	-0,5	-0,5	*-0,2%*	-0,5	-0,5	*0,7%*
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	**2,1**	**1,2**	***-42,8%***	**3,0**	**0,4**	***-86,7%***	**4,0**	**6,7**	***68,1%***
Neutrales Ergebnis	0,3	-0,6	*n.a.*	-2,5	-1,8	*-26,8%*	0,9	1,4	*55,9%*
Ergebnis vor Steuern (EBT)	**2,5**	**0,6**	***-73,9%***	**0,5**	**-1,4**	***n.a.***	**4,9**	**8,1**	***65,8%***
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,8	-0,6	*-34,4%*	-0,2	0,2	*n.a.*	-1,6	-2,1	*32,1%*
Ergebnis nach Steuern (EAT)	**1,6**	**0,1**	***-94,4%***	**0,3**	**-1,3**	***n.a.***	**3,3**	**6,0**	***81,7%***

Quelle: biw Bank AG, IVA-Analysen

Tabelle 9: Analyse der Planungstreue der biw Bank AG für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016

228. Das **Ergebnis nach sonstigen Erlösen** setzt sich aus dem Zins- und Provisionsergebnis, dem Nettoertrag aus Finanzgeschäften sowie den sonstigen Erlösen zusammen. Den wesentlichen Bestandteil bildet dabei das Provisionsergebnis. Insgesamt zeigt die Analyse, dass in den Jahren 2014 und 2015 nur marginale Abweichungen von den geplanten Werten zu verzeichnen waren. Im Geschäftsjahr 2016 wurde das geplante Ergebnis nach sonstigen Erlösen um rd. 3,9 Mio. € bzw. 13,1 % übertroffen. Dies ist primär auf die Auflösung der Einzelwertberichtigung für das HETA-Engagement in Höhe von 3,8 Mio. € zurückzuführen.

229. Die Abweichung im **Personalaufwand** für das Jahr 2015 von 13,3 % begründet sich durch Abfindungszahlungen in Höhe von rd. 0,8 Mio. €. In den übrigen Jahren des Betrachtungszeitraums waren nur geringfügige Abweichungen zu beobachten.

230. Wesentliche Gründe für die Überschreitung der geplanten **Sachkosten** im Jahr 2015 um 11,0 % waren zum einen die Bildung einer Rückstellung aus einem potenziellen Schadensfall sowie für den Rückbau einer Immobilie. In diesem Zusammenhang musste eine Rückstellung von 0,6 Mio. € gebildet werden. Zum anderen trugen höhere Aufwendungen im EDV-Bereich in Höhe von 0,3 Mio. €, die durch regulatorische Änderungen erforderlich wurden, zu der Planverfehlung bei. In den Geschäftsjahren 2014 und 2016 waren nur geringfügige Abweichungen zu den geplanten Sachkosten zu beobachten.

231. In Bezug auf die **Abschreibungen** sind im gesamten Betrachtungszeitraum insgesamt nur geringe Plan-Ist-Abweichungen zu erkennen.

232. Im **neutralen Ergebnis** des Jahres 2015 spiegeln sich die Bildung der Einzelwertberichtigung für das HETA-Engagement von 3,8 Mio. € sowie gegenläufige Effekte aus der Auflösung von Rückstellungen und dem Fonds für allgemeine Bankrisiken wider.

233. Die Analyse zeigt insgesamt, dass die im Betrachtungszeitraum zu beobachtenden Abweichungen im Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit insbesondere auf nicht zu erwartende Sachverhalte zurückzuführen sind.

234. Auf der Basis unserer Analysen zur Planungssystematik und zur Planungstreue waren keine Anzeichen für eine grundsätzlich fehlende Eignung der Planungsrechnung zu erkennen. Insgesamt halten wir die Planungsrechnungen daher trotz der beobachteten Abweichungen für eine geeignete Basis für die Ertragswertermittlung.

5. Analyse der Planung

235. Zur Beurteilung der Planung der XCOM-Gruppe haben wir auf der Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen mit dem Vorstand und Mitarbeitern der XCOM AG und der biw Bank AG sowie der Bewertungsgutachterin PwC Plausibilisierungsgespräche geführt.

236. Nachfolgend werden zunächst die Planungsrechnungen für die Geschäftsbereiche XCOM und biw im Detailplanungszeitraum von 2017 bis 2021 bis zum Ergebnis nach Steuern dargestellt und anschließend die durch die Bewertungsgutachterin für die Geschäftsbereiche XCOM und biw Bank vorgenommenen Anpassungen dargestellt und erläutert.

a) Geschäftsbereich XCOM

237. Die folgende Tabelle zeigt die von der Gesellschaft erstellte konsolidierte Planungsrechnung für den **Geschäftsbereich XCOM** im Detailplanungszeitraum von 2017 bis 2021 sowie nachrichtlich das (bereinigte) Vergangenheitsjahr 2016 bis zum Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) im Überblick.

Geschäftsbereich XCOM Gewinn- und Verlustrechnung Original-Planung	IST 2016 Mio. €	Plan 2017 Mio. €	Plan 2018 Mio. €	Plan 2019 Mio. €	Plan 2020 Mio. €	Plan 2021 Mio. €	CAGR *2016-21* %	CAGR *2017-21* %
Umsatzerlöse (UE)	**31,3**	**33,6**	**35,2**	**35,7**	**36,1**	**36,6**	***3,2***	***2,2***
Umsatzwachstum z. Vorjahr in %		*7,6%*	*4,6%*	*1,3%*	*1,3%*	*1,5%*		
Umsatzerlöse IT-Geschäft	30,5	33,6	35,1	35,6	36,0	36,6	*3,7*	*2,2*
Provisionserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Sonstige betriebliche Erträge	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Materialaufwand	**-5,1**	**-8,6**	**-9,2**	**-9,4**	**-9,6**	**-9,8**	***13,8***	***3,1***
Aufwand IT-Geschäft	-4,8	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5	-5,7	*3,3*	*2,0*
Provisionsaufwand	-0,1	-3,4	-3,9	-4,0	-4,0	-4,1		
Zinsaufwand	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Deckungsbeitrag I	**26,2**	**25,0**	**26,0**	**26,3**	**26,5**	**26,9**	***0,5***	***1,8***
Deckungsbeitrag I in % der UE	*83,6%*	*74,3%*	*73,9%*	*73,7%*	*73,5%*	*73,3%*		
Personalaufwand	-13,5	-14,0	-14,1	-14,3	-14,4	-14,6	*1,7*	*1,1*
Personalkosten in % der UE	*43,0%*	*41,6%*	*40,2%*	*40,1%*	*40,0%*	*39,9%*		
Sonstige betriebl. Aufwendg. (sbA)	-4,0	-3,6	-3,7	-3,8	-3,8	-3,9	*-0,2*	*2,5*
sbA in % der UE	*12,7%*	*10,6%*	*10,4%*	*10,5%*	*10,7%*	*10,8%*		
EBITDA - bereinigt	**8,7**	**7,5**	**8,2**	**8,2**	**8,2**	**8,3**	***-1,0***	***2,7***
EBITDA in % der UE	*27,9%*	*22,1%*	*23,3%*	*23,1%*	*22,8%*	*22,6%*		
Bereinigungen (Vergangenheit)	3,7							
EBITDA - unbereinigt	**12,4**	**7,5**	**8,2**	**8,2**	**8,2**	**8,3**		

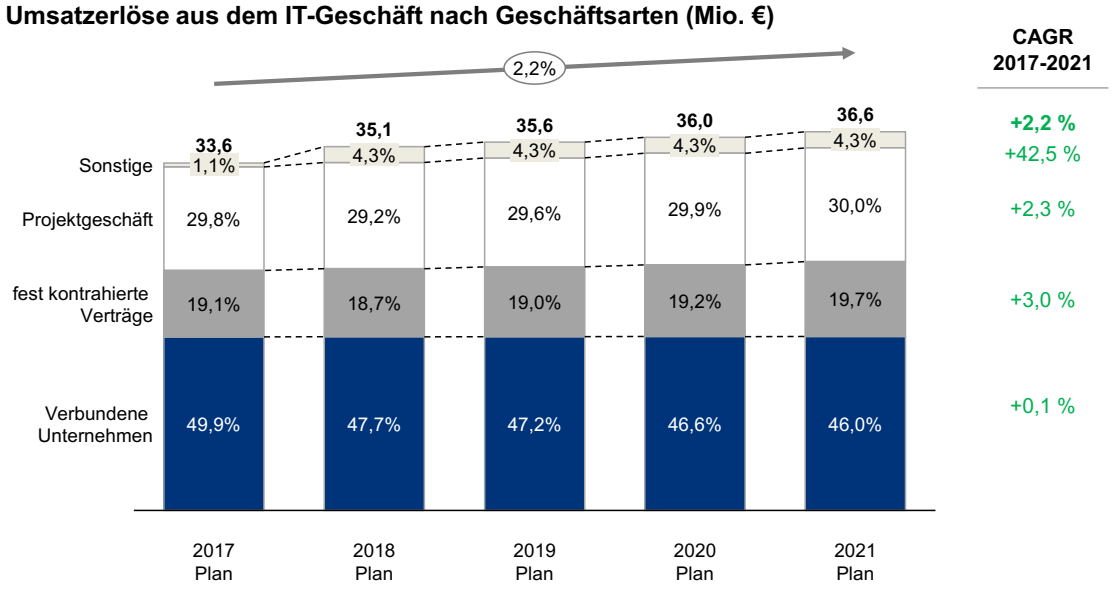
Quelle: XCOM AG, IVA-Darstellung

Tabelle 10: Planungsrechnung des Geschäftsbereichs XCOM bis zum EBITDA

238. Die Gesellschaft plant im Geschäftsjahr 2017 einen Anstieg der **Umsatzerlöse** von rd. 31,3 Mio. € um rd. 7,6 % auf 33,6 Mio. €. Die als Vergleichsbasis herangezogenen Umsatzerlöse des Jahres 2016 wurden dabei um die Effekte aus dem ab dem Jahr 2017 im Geschäftsbereich biw Bank enthaltenen Arbitragehandel bereinigt.

239. Die Umsätze des Geschäftsbereichs XCOM werden weit überwiegend durch die XCOM AG beigesteuert, während der Umsatzanteil der Xervices GmbH vergleichsweise gering ist. Im Zeitraum von 2017 bis 2021 wird für den Geschäftsbereich XCOM ein durchschnittliches Wachstum der Umsatzerlöse in Höhe von rd. 2,2 % p.a. geplant.

240. Die Umsatzerlöse werden nahezu ausschließlich aus den Umsatzerlösen aus dem IT-Geschäft erwirtschaftet. Neben einer Planung der Umsatzerlöse im IT-Geschäft nach einzelnen Produktgruppen (Banking, eBanking, Trading, Payments, IT-Services), werden die Umsatzerlöse im IT-Geschäft auch auf Basis von Geschäftsarten (bestehende Verträge, fest kontrahierte Verträge und das Projektgeschäft) geplant. Diese Aufgliederung[5] wird nachfolgend dargestellt.



Quelle: XCOM AG, IVA-Darstellung

Abbildung 8: Entwicklung der Umsatzerlöse aus dem IT-Geschäft im Geschäftsbereich XCOM nach Geschäftsarten

[5] Die Aufgliederung nach Geschäftsart basiert vereinfachend auf der Aufteilung der Umsatzerlöse im IT-Geschäft der XCOM AG, auf die der weit überwiegende Anteil der Umsatzerlöse im IT-Geschäft des Geschäftsbereichs XCOM entfällt.

241. Die **Umsatzerlöse aus dem IT-Geschäft** wachsen von 2016 auf 2017 um rd. 10,0 %. Diese Entwicklung ist insbesondere auf die beabsichtigte Umstellung des Vergütungssystems für die Akquisition von Neugeschäft durch die FinTech Group AG zurückzuführen. Während die Provisionszahlungen in der Vergangenheit in Form eines Fixkostenbetrags abgerechnet und direkt von den Umsatzerlösen in Abzug gebracht wurden, wird künftig eine variable Provisionsvergütung in Abhängigkeit von der Entwicklung des Neugeschäfts an die FinTech Group AG geleistet und die entsprechenden Aufwendungen als Provisionsaufwand ausgewiesen. Entsprechend steigen im ersten Planjahr sowohl die Umsatzerlöse als auch der Provisionsaufwand. Die Planungsrechnung sieht im Zeitraum von 2017 bis 2021 ein durchschnittliches Wachstum der Umsatzerlöse aus dem IT-Geschäft von rd. 2,2 % p.a. vor.

- Rund die Hälfte der Umsatzerlöse aus dem IT-Geschäft wird in 2017 laut Planungsrechnung mit verbundenen Gesellschaften, insbesondere mit der biw Bank AG erwirtschaftet. Die Planungsrechnung sieht im Zeitraum von 2017 bis 2021 nahezu konstante Umsatzerlöse aus dem IT-Geschäft mit verbundenen Unternehmen vor.

- Die Umsatzerlöse aus den fest kontrahierten Verträgen basieren auf bestehenden Geschäftsbeziehungen mit derzeit rd. 250 Endkunden. Der Anteil der Umsätze aus fest kontrahierten Verträgen erhöht sich im letzten Planjahr 2021 auf rd. 20 %.

- Im Projektgeschäft werden Umsatzerlöse aus der Neu- und Weiterentwicklung von bestehenden Produkten sowie aus Wartungsdienstleistungen sowie anderen Servicedienstleistungen für bestehende Kunden mit fest kontrahierten Verträgen angeboten. Die Gesellschaft sieht im Rahmen der Planungsrechnung auf Basis vergangener Erfahrungswerte eine Korrelation zwischen den Umsatzerlösen aus den fest kontrahierten Verträgen und den variablen Umsatzerlösen aus dem Projektgeschäft vor. Der Anteil der Umsatzerlöse aus dem Projektgeschäft beträgt rd. 30 %.

242. Die **sonstigen betrieblichen Erträge** umfassen im Wesentlichen Weiterbelastungen von Kosten an andere Gesellschaften der Gruppe und reduzieren sich von 0,7 Mio. € im Jahr 2016 auf rd. 0,1 Mio. € p.a. in der Detailplanungsphase.

243. Der um die Effekte aus dem Arbitragehandel bereinigte **Materialaufwand** steigt von 5,1 Mio. € in 2016 auf 8,6 Mio. € in 2017 sprunghaft an, was im Wesentlichen auf die oben beschriebene Umstellung des Vergütungssystems für das von der FinTech Group AG akquirierte Neugeschäft und den damit einhergehenden Ausweis von Provisionsaufwendungen zurückzuführen ist. Im Zeitraum von 2017 bis 2021 wird eine durchschnittliche Wachstumsrate des Materialaufwands von rd. 3,1 % p.a. angenommen, die den Materialaufwand im Vergleich zu den Umsatzerlösen leicht überproportional ansteigen lässt.

- Der Materialaufwand im IT-Geschäft besteht im Wesentlichen aus den Aufwendungen für erbrachte IT-Leistungen. Analog zu den Umsatzerlösen im IT-Geschäft werden die anfallenden Aufwendungen ebenfalls auf Basis von Produktgruppen geplant. Über den gesamten Planungszeitraum wachsen die Materialaufwendungen im IT-Geschäft mit 2,0 % p.a. und damit in etwa proportional zu den Umsatzerlösen aus dem IT-Geschäft.

- Der Provisionsaufwand besteht im Wesentlichen aus Provisionszahlungen an die FinTech Group AG. Dabei werden bestehende Kundenbeziehungen der FinTech Group AG zur Akquisition von Neugeschäft für die XCOM AG genutzt. Der Anstieg des Provisionsaufwands von 2016 auf 2017 resultiert daraus, dass in der Vergangenheit fixe Provisionszahlungen an die FinTech Group AG entrichtet wurden, die unmittelbar mit den Umsatzerlösen verrechnet wurden. Dieser Effekt spiegelt sich auch in den Umsatzerlösen aus dem IT-Geschäft wider (vgl. Tz. 241). Die Planungsrechnung sieht zukünftig eine variable Provisionsvergütung in Abhängigkeit der Neugeschäftsentwicklung vor. Der Provisionsaufwand erhöht sich von 2017 bis 2021 durchschnittlich um rd. 4,8 % p.a.

244. Der **Deckungsbeitrag I**, definiert als die Differenz aus den Umsatzerlösen und den Materialaufwendungen, reduziert sich 26,2 Mio. € in 2016 auf 25,0 Mio. € in 2017. Dies entspricht einem Rückgang der Deckungsbeitragsmarge von 83,6 % in 2016 auf 74,3 % in 2017. Der Rückgang des Deckungsbeitrags I von 2016 auf 2017 ist insbesondere die Folge aus der unterschiedlichen Behandlung der Vergütung der FinTech Group AG für das akquirierte Neugeschäft, die c.p. zu höheren Umsatzerlösen und höheren Materialaufwendungen und insoweit einem Rückgang der Deckungsbeitragsmarge führt. Im weiteren Verlauf des Planungszeitraums wird ein kontinuierlicher Anstieg der Deckungsbeiträge um 1,8 % p.a. auf 26,9 Mio. € im Jahr 2021 erwartet. Aufgrund des im Vergleich zu den Umsatzerlösen leicht unterproportionalen Anstiegs reduziert sich die Deckungsbeitragsmarge geringfügig auf 73,3 % im Jahr 2021.

245. Mit der Übernahme der XCOM AG durch die FinTech Group AG wurden Mitarbeiter von der XCOM AG an die FinTech Group AG transferiert. Obwohl die Leistungen dieser Mitarbeiter weiterhin für die XCOM erbracht wurden, wurden die Kosten der erbrachten Leistungen nicht in voller Höhe auf die XCOM umgelegt. Der Anstieg des (bereinigten) **Personalaufwands** von 13,4 Mio. € in 2016 um rd. 4,0 % auf 14,0 Mio. € in 2017 resultiert insoweit auch aus der geplanten vollen Weiterbelastung von Kosten für Mitarbeiter der FinTech Group AG. Im Planungszeitraum steigt der Personalaufwand durchschnittlich mit rd. 1,1 % p.a. Der im Vergleich zu den Umsatzerlösen unterproportionale Anstieg des Personalaufwands spiegelt u.a. auch eine erwartete weitere Verbesserung der Produktivität der Mitarbeiter wider.

246. Die **sonstigen nicht-umsatzbezogenen betrieblichen Aufwendungen** bestehen im Wesentlichen aus Raumkosten, Kfz-Kosten, EDV- und Telekommunikationskosten, Marketing- und Werbekosten, Reisekosten sowie Rechts- und Beratungskosten. Die Planung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen sieht einen durchschnittlichen jährlichen Anstieg von rd. 2,5 % p.a. vor.

247. Das (bereinigte) **Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)** sinkt von 8,7 Mio. € in 2016 auf 7,5 Mio. € in 2017. Der Rückgang resultiert maßgeblich aus den zuvor beschriebenen Effekten, insbesondere der Berücksichtigung der variablen Provisionszahlungen für die Neugeschäftsakquise aus den Kundenbeziehungen der FinTech Group AG sowie der vollen Weiterbelastung von Kosten der Mitarbeiter der FinTech Group AG für die an die XCOM erbrachten Leistungen. Im Zeitraum von 2017 bis 2021 wird ein Anstieg des EBITDA um rd. 2,7 % p.a. auf 8,3 Mio. € erwartet.

248. Wir haben die durch die Gesellschaft erstellte Planungsrechnung des Geschäftsbereichs XCOM inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen. Die Planung ist unseres Erachtens sachgerecht und vertretbar erfolgt.

Anpassungen der Planungsrechnung des Geschäftsbereichs XCOM

249. Die Bewertungsgutachterin PwC hat im Detailplanungszeitraum – mit Ausnahme der nachfolgend beschriebenen Anpassung im Hinblick auf die Berücksichtigung der Pensionsverpflichtungen – keine Anpassungen der operativen Planungsrechnung des Geschäftsbereichs XCOM vorgenommen.

250. Bezüglich der bestehenden Pensionsverpflichtungen hat die Bewertungsgutachterin im Detailplanungszeitraum das operative Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) angepasst, um die aufgrund der Rechnungslegung nach HGB im Vergleich zu den aktuellen Marktwerten bestehenden stillen Lasten in den Pensionsverpflichtungen angemessen und konsistent in der Unternehmensbewertung abzubilden.

251. Nach § 253 Abs. 6 HGB ist bei der Diskontierung von Pensionsrückstellungen der durchschnittliche Zinssatz auf Basis der zurückliegenden zehn Geschäftsjahre zu ermitteln. Dies hat eine Berücksichtigung der Jahre vor dem Beginn der Finanz- und Staatsschuldenkrise ab 2008 und somit einen über dem aktuellen Marktniveau liegenden Zinssatz zur Folge. Der aktuelle nach HGB maßgebliche Rechnungszins für die Diskontierung der Pensionsrückstellungen wird sich in den Planjahren verändern und sich zunehmend dem aktuellen Marktniveau annähern. Die Planungsrechnung der Gesellschaft unterstellt hingegen einen konstanten Diskontierungssatz.

252. Die Bewertungsgutachterin verdeutlicht die Auswirkungen anhand des Unterschieds zwischen den Pensionsverpflichtungen nach HGB und IFRS. Während unter Zugrundelegung des HGB-Rechnungszinses zum 31. Dezember 2016 für den Geschäftsbereich XCOM eine Überdeckung des Planvermögens über die Pensionsverpflichtungen i.H.v. 2,6 Mio. € resultiert, übersteigen die Pensionsrückstellungen unter Berücksichtigung des IFRS-Rechnungszinses – der das aktuelle Marktzinsniveau widerspiegelt – das Planvermögen um 7,5 Mio. €.

253. Ausgehend von einer aktuariellen Prognose der Pensionsverpflichtungen, des Planvermögens und der Rückdeckungsversicherungen nach IFRS zum 31. Dezember 2021, berücksichtigt die Bewertungsgutachterin eine Konvergenz der Pensionsverpflichtungen nach HGB auf den entsprechenden Wert nach IFRS über den Zeitraum der Detailplanungsphase in Form eines zusätzlichen Zinsaufwands.

254. Die überwiegend in den Zeitraum der ewigen Rente fallenden zukünftigen Auszahlungen aus den Pensionsverpflichtungen wurden von der Bewertungsgutachterin ebenfalls auf der Basis versicherungsmathematischer Prognosen ermittelt. Die resultierenden Zahlungsströme wurden unter Berücksichtigung steuerlicher Effekte auf den Beginn des Jahres 2022 diskontiert und anschließend in eine barwertäquivalente Annuität umgerechnet, die erstmalig zum Ende des Jahres 2022 berücksichtigt wird. Dadurch wird im Rahmen der Bewertung des Geschäftsbereichs XCOM die Planungsrechnung der Gesellschaft bis 2021 um ein Übergangsjahr verlängert.

255. Im Ergebnis stellt sich die von der Bewertungsgutachterin abgeleitete Planungsrechnung sowie das Übergangsjahr mit den Auswirkungen der Effekte aus Pensionen auf das EBITDA wie folgt dar:

Geschäftsbereich XCOM Gewinn- und Verlustrechnung Angepasste Planung	IST 2016 Mio. €	Plan 2017 Mio. €	Plan 2018 Mio. €	Plan 2019 Mio. €	Plan 2020 Mio. €	Plan 2021 Mio. €	Plan 2022 Mio. €
Umsatzerlöse (UE)	**31,3**	**33,6**	**35,2**	**35,7**	**36,1**	**36,6**	**37,0**
Umsatzwachstum z. Vorjahr in %		*7,6%*	*4,6%*	*1,3%*	*1,3%*	*1,5%*	*1,0%*
Umsatzerlöse IT-Geschäft	30,5	33,6	35,1	35,6	36,0	36,6	36,9
Provisionserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Materialaufwand	**-5,1**	**-8,6**	**-9,2**	**-9,4**	**-9,6**	**-9,8**	**-9,9**
Aufwand IT-Geschäft	-4,8	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5	-5,7	n.a.
Provisionsaufwand	-0,1	-3,4	-3,9	-4,0	-4,0	-4,1	n.a.
Zinsaufwand	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Deckungsbeitrag I	**26,2**	**25,0**	**26,0**	**26,3**	**26,5**	**26,9**	**27,1**
Deckungsbeitrag I in % der UE	*83,6%*	*74,3%*	*73,9%*	*73,7%*	*73,5%*	*73,3%*	*73,3%*
Personalaufwand	-13,5	-14,0	-14,1	-14,3	-14,4	-14,6	-14,8
Personalkosten in % der UE	*43,0%*	*41,6%*	*40,2%*	*40,1%*	*40,0%*	*39,9%*	*39,9%*
Sonstige betriebl. Aufwendg. (sbA)	-4,0	-3,6	-3,7	-3,8	-3,8	-3,9	-4,0
sbA in % der UE	*11,8%*	*10,6%*	*10,4%*	*10,5%*	*10,7%*	*10,8%*	*10,8%*
EBITDA	**8,7**	**7,5**	**8,2**	**8,2**	**8,2**	**8,3**	**8,4**
EBITDA in % der UE	*27,9%*	*22,1%*	*23,3%*	*23,1%*	*22,8%*	*22,6%*	*22,6%*
Zinsaufwand aufgrund Anpassung Rechnungszinssatz		-0,7	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	0,0
Annuisierter Aufwand und Auszahlung							-0,1
EBITDA (angepasst)	**8,7**	**6,8**	**7,8**	**7,8**	**7,8**	**7,8**	**8,3**
EBITDA (angepasst) in % der UE	*27,9%*	*20,1%*	*22,2%*	*21,9%*	*21,5%*	*21,2%*	*22,4%*

Quelle: XCOM AG, IVA-Darstellung

Tabelle 11: Angepasste Planungsrechnung des Geschäftsbereichs XCOM bis zum EBITDA

256. Wir haben die Anpassungen der Planungsrechnung rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen. Diese sind nicht zu beanstanden.

Finanzergebnis und Unternehmensteuern

257. Das **Finanzergebnis** wurde ausgehend von der Bilanz zum 31. Dezember 2016 und einer integrierten Bilanz- und Finanzplanung für die einzelnen Jahre des Detailplanungszeitraums abgeleitet. In der Bilanz- und Finanzplanung des Detailplanungszeitraums wurden die geplanten Investitionen sowie die getroffenen Annahmen zur Entwicklung des Nettoumlaufvermögens berücksichtigt. Die Bewertungsgutachterin hat zudem in Abstimmung mit dem Management der Gesellschaft Annahmen zum Ausschüttungsverhalten getroffen und die Auswirkungen im Rahmen der integrierten Bilanz- und Finanzplanung abgebildet. Wir verweisen hierzu ergänzend auf unsere Ausführungen in Tz. 300 ff.

258. Für die Planung des Zinsergebnisses wurden im Detailplanungszeitraum unter Berücksichtigung der Zinssätze aus bestehenden Finanzierungsverträgen angesetzt.

259. Den von der Bewertungsgutachterin angesetzten **Unternehmenssteuern** lag ein durchschnittlicher effektiver Steuersatz i.H.v. 31,2% zugrunde, der die in Deutschland anfallenden Gewerbesteuern, die Körperschaftsteuer sowie den Solidaritätszuschlag widerspiegelt. Die Gewerbesteuer wurde dabei unter Anwendung des erwarteten durchschnittlichen gewichteten Hebesatzes ermittelt.

b) Geschäftsbereich biw Bank

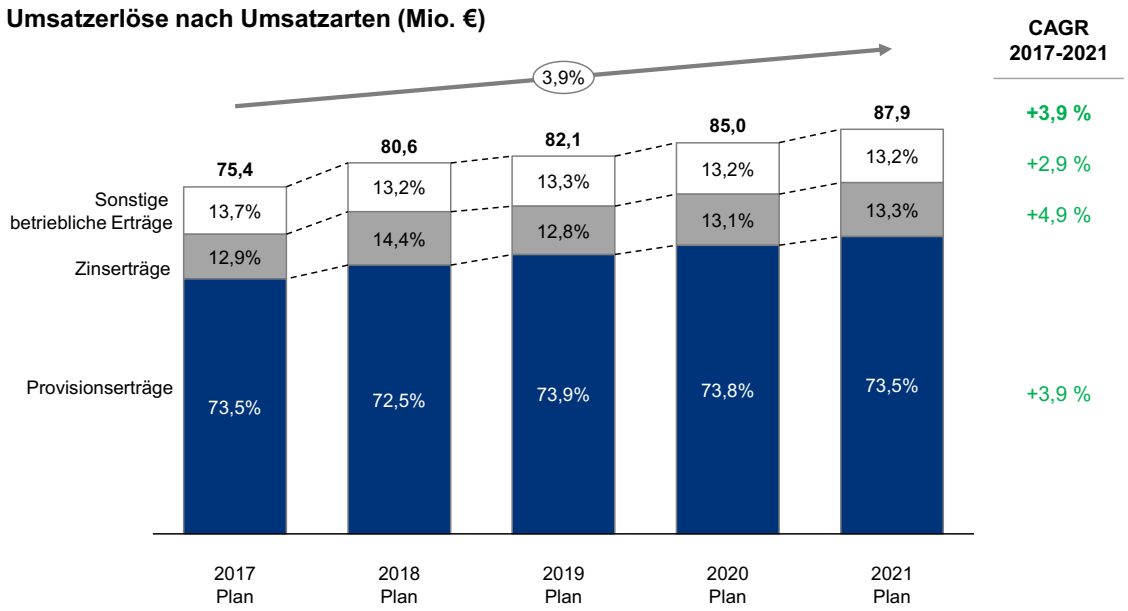
260. In der folgenden Übersicht stellen wir die von der Gesellschaft erstellte konsolidierte Planungsrechnung für den **Geschäftsbereich biw Bank** im Detailplanungszeitraum von 2017 bis 2021 sowie nachrichtlich das (bereinigte) Vergangenheitsjahr 2016 bis zum Ergebnis vor Steuern (EBT) im Überblick dar.

Geschäftsbereich biw Bank Gewinn- und Verlustrechnung Original-Planung	IST 2016 Mio. €	Plan 2017 Mio. €	Plan 2018 Mio. €	Plan 2019 Mio. €	Plan 2020 Mio. €	Plan 2021 Mio. €	CAGR *2016-21* %	CAGR *2017-21* %
Umsatzerlöse (UE)	**68,0**	**75,4**	**80,6**	**82,1**	**85,1**	**87,9**	***5,3***	***3,9***
Umsatzwachstum z. Vorjahr in %	*n.a.*	*10,9%*	*7,0%*	*1,8%*	*3,6%*	*3,3%*		
Umsatzerlöse IT-Geschäft	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Provisionserträge	58,1	55,4	58,4	60,7	62,7	64,6		
Zinserträge	4,5	9,7	11,6	10,5	11,1	11,7		
Sonstige betriebliche Erträge	5,3	10,3	10,6	10,9	11,2	11,6		
Materialaufwand	**-32,9**	**-38,6**	**-40,9**	**-42,1**	**-43,1**	**-44,5**	***6,2***	***3,6***
Aufwand IT-Geschäft	-1,6	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5		
Provisionsaufwand	-24,7	-29,2	-31,0	-31,9	-32,6	-33,5		
Zinsaufwand	-1,3	-1,8	-2,1	-2,3	-2,5	-2,7		
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-5,3	-6,1	-6,3	-6,4	-6,5	-6,7		
Deckungsbeitrag I	**35,1**	**36,8**	**39,8**	**40,0**	**42,0**	**43,4**	***4,4***	***4,2***
Deckungsbeitrag I in % der UE	*51,6%*	*48,8%*	*49,3%*	*48,8%*	*49,3%*	*49,4%*		
Personalaufwand	-8,3	-10,0	-10,3	-10,5	-10,7	-10,9	*5,6*	*2,0*
Personalkosten in % der UE	*12,2%*	*13,3%*	*12,7%*	*12,7%*	*12,5%*	*12,4%*		
Sonstige betriebl. Aufwendg. (sbA)	-19,5	-17,0	-17,2	-16,6	-16,6	-16,7	*-3,1*	*-0,5*
sbA in % der UE	*28,7%*	*22,5%*	*21,4%*	*20,2%*	*19,5%*	*19,0%*		
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	**7,2**	**9,8**	**12,3**	**13,0**	**14,7**	**15,9**	***17,0***	***13,0***
EBITDA in % der UE	*10,7%*	*13,0%*	*15,3%*	*15,8%*	*17,2%*	*18,1%*		
Abschreibungen auf Vermögenswerte	-0,5	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	*-25,4*	*-27,6*
Operatives Ergebnis (EBIT)	**6,7**	**9,3**	**12,1**	**12,8**	**14,5**	**15,8**	***18,6***	***14,0***
EBIT in % der UE	*9,9%*	*12,4%*	*15,0%*	*15,6%*	*17,1%*	*18,0%*		
Finanzergebnis	-1,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	*<-100,0*	*n.a.*
Ergebnis vor Steuern (EBT) - bereinigt	**5,8**	**9,2**	**11,9**	**12,8**	**14,5**	**15,8**	***22,3***	***14,6***
EBT in % der UE	*8,5%*	*12,2%*	*14,8%*	*15,5%*	*17,1%*	*18,0%*		
Bereinigungen (Vergangenheit)	4,6							
Ergebnis vor Steuern (EBT) - unbereinigt	**10,4**	**9,2**	**11,9**	**12,8**	**14,5**	**15,8**		

Quelle: XCOM AG, IVA-Darstellung

Tabelle 12: Planungsrechnung des Geschäftsbereichs biw Bank bis zum EBT

261. Die nachfolgende Abbildung zeigt eine Aufteilung der Umsatzerlöse nach Umsatzarten:



Quelle: XCOM AG, IVA-Darstellung

Abbildung 9: Entwicklung der Umsatzerlöse nach Umsatzarten im Geschäftsbereich biw Bank

262. Die (bereinigten) **Umsatzerlöse** steigen in den Jahren 2017 und 2018 im Vergleich zu den jeweiligen Vorjahren mit 10,9 % bzw. 7,0 % stark an. Über den gesamten Planungszeitraum von 2017 bis 2021 beträgt die durchschnittliche Wachstumsrate rd. 3,9 % p.a. Der Anstieg von 2016 auf 2017 ist im Wesentlichen auf einen Anstieg der Zinserträge und der sonstigen betrieblichen Erträge zurückzuführen.

- Den höchsten Anteil der Umsatzerlöse bilden die **Provisionserträge**, die in 2017 im Vergleich zum Vorjahr um rd. 4,7 % auf 55,4 Mio. abnehmen und im Planungszeitraum von 2017 bis 2021 durchschnittlich mit rd. 3,9 % p.a. ansteigen. Der Rückgang der Provisionserträge in 2017 basiert im Wesentlichen auf Umgliederungen innerhalb der Ertragsposten Provisionserträge und sonstige betriebliche Erträge. So wurden in 2016 u.a. ein Devisenergebnis von 1,4 Mio. € sowie die Ergebnisbeiträge der BankM und der KochBank in den Provisionserträgen ausgewiesen. Zwischen den Planjahren 2017 bis 2021 steigen die Provisionserträge um durchschnittlich rd. 3,9 % p.a. an, was im Wesentlichen auf die Wertpapierabwicklung (Brokerage) zurückzuführen ist. Darüber hinaus tragen Erträge aus dem Zahlungsverkehr mit bereits bestehenden Bankmandanten sowie mit geplanten neuen Mandanten zu der positiven Entwicklung der Provisionserträge bei. Die Provisionserträge mit bestehenden Bankmandanten nehmen in 2018 aufgrund des Wegfalls der Kooperation mit der IKB ab und erreichen

erst zum Ende des Detailplanungszeitraums in 2021 wieder das Niveau von 2016. Die höchsten Zuwachsraten in den Provisionserträgen werden mit neuen Mandanten geplant. Für 2017 erwartet die Gesellschaft Provisionserträge aus drei Mandanten, mit denen bereits eine Kooperation vereinbart wurde. Für die folgenden Planjahre geht die Gesellschaft davon aus, dass sie jährlich einen weiteren Mandanten hinzugewinnen kann.

- Die **Zinserträge** wachsen im Planungszeitraum aufgrund des geplanten Aufbaus des Kreditbuchs sowie zeitweiser Vereinnahmung von Strafzinsen von Endkunden für eingezahlte Einlagen durchschnittlich um rd. 4,9 % p.a. Der Aufbau des Kreditbuchs ist durch die erhöhte Vergabe von Lombardkrediten[6] und flatex Flex-Krediten[7] sowie durch Investitionen in sonstige Kreditportfolien (z.B. Factoring[8]) geplant. In den Jahren 2017 und 2018 wird der Zinsertrag durch den für Kundeneinlagen in Rechnung gestellten negativen Einlagezinssatz von 0,4 % deutlich positiv beeinflusst.

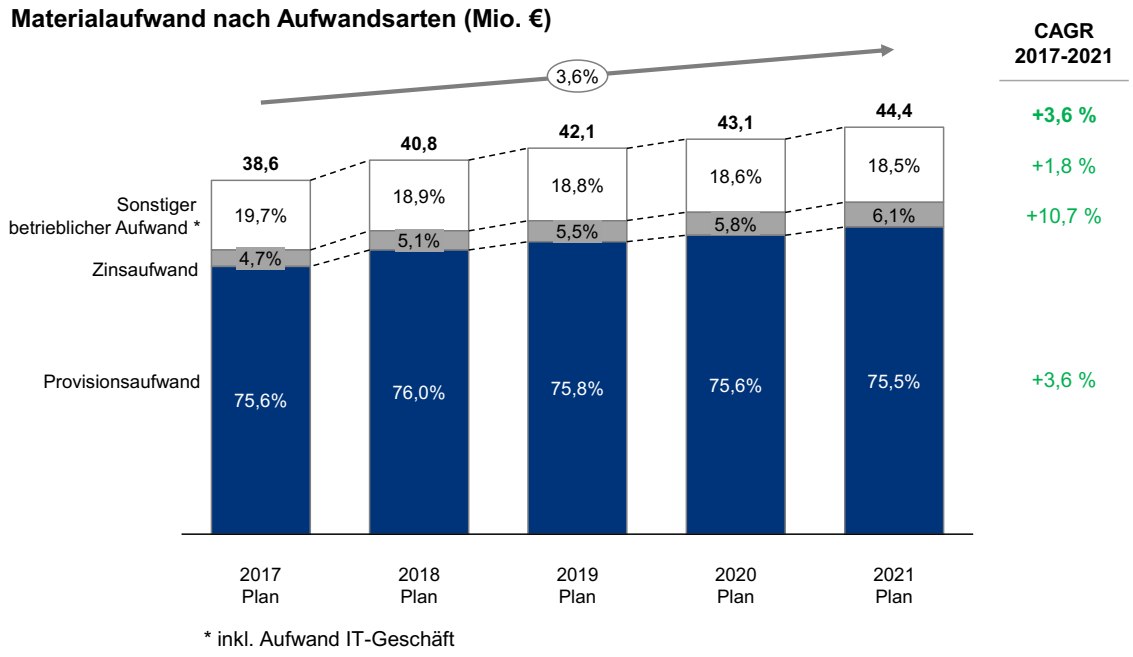
- Die **sonstigen betrieblichen Erträge** bestehen im Wesentlichen aus den Erträgen des ECM und ECM-Trading-Geschäft. Hierzu zählen die Aktivitäten der KochBank, die im Auftrag von professionellen Kunden Wertpapiergeschäfte akquiriert sowie der BankM, die mittelständischen Unternehmen Kapitalmarktdienstleistungen (u.a. Börsengänge/ IPO, Kapitalmarktberatung und -maßnahmen) anbietet. Der deutliche Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge im Geschäftsjahr 2017 ist maßgeblich auf die Umgliederung der entsprechenden Ergebnisbeiträge aus den Provisionserträgen in die sonstigen betrieblichen Erträge zurückzuführen. Die durchschnittliche Wachstumsrate der sonstigen betrieblichen Erträge beläuft sich im Zeitraum von 2017 bis 2021 auf 2,9 % p.a.

263. Nachfolgend wird analog zur Darstellung der Umsatzerlöse der **Materialaufwand** nach Aufwandsarten dargestellt:

6 Der Lombardkredit ist ein kurz- bis mittelfristiger Kredit, bei dem Kreditsicherheiten in Form von Wertpapieren, Bankguthaben und sachlichen Gegenständen gestellt werden.

7 Beim flatex Flex-Kredit ist eine kostengünstigere Alternative zum Dispozins, die eine flexible Inanspruchnahme und Laufzeit bietet.

8 Factoring ist der Verkauf von Forderungen durch einen Forderungsverkäufer gegen Forderungsschuldner an ein Kreditinstitut oder ein Spezialinstitut (Factoring-Gesellschaft).



Quelle: XCOM AG, IVA-Darstellung

Abbildung 10: Entwicklung der Aufwendungen nach Aufwandsarten im Geschäftsbereich biw Bank

264. Unter **Materialaufwand** werden die Provisionsaufwendungen, Zinsaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen zusammengefasst. Der (bereinigte) Materialaufwand nimmt von 32,9 Mio. € in 2016 um rd. 17,3 % auf 38,6 Mio. € in 2017 deutlich zu. Der Anstieg resultiert im Wesentlichen aus erhöhten Provisionsaufwendungen. Von 2017 bis 2021 wächst der Materialaufwand mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von rd. 3,6 % p.a.

- Der **Aufwand im IT-Geschäft** umfasst im Wesentlichen die Aufwendungen der ViTrade GmbH für Lizenzgebühren für Kapitalmarktdaten sowie eine Aufwandspauschale für IT-Leistungen, die von der XCOM bezogen werden. Die Planungsrechnung unterstellt über den gesamten Planungszeitraum einen konstanten Aufwand im IT-Geschäft.

- Der **Provisionsaufwand** umfasst im Wesentlichen die Aufwendungen aus der Wertpapierabwicklung (Brokerage). Für Trades, die durch die flatex initiiert und durch die biw Bank AG abgewickelt werden, wird ein Ergebnisbestandteil an die flatex GmbH ausgekehrt. Darüber hinaus umfasst der Provisionsaufwand an die XCOM abgeführte Provisionen für die Bereitstellung von Arbitrage-Systemen. Der Anstieg des Provisionsaufwands von 24,7 Mio. € in 2016 um 18,2 % auf 29,2 Mio. € ist insbesondere auf die mit der Einführung der europäischen TARGET2-Securities-

Plattform („T2S“)[9] anfallenden erhöhten Aufwendungen, die erhöhten Verwahrkosten bei Auslandsbörsen sowie auf erhöhte Aufwendungen aus dem Neukundengeschäft zurückzuführen. Im Planungszeitraum steigt der Provisionsaufwand mit rd. 3,6 % p.a. unterproportional zu den Provisionserträgen an.

- Der **Zinsaufwand** besteht im Wesentlichen aus den Aufwendungen, die aufgrund der Weiterleitung von Anteilen der Zinserträge aus Lombardkrediten und flatex Flex-Krediten an die flatex GmbH anfallen. Die vertraglichen Vereinbarungen sehen eine Weiterreichung von 75,0 % der Erträge für die Vertriebsleistung der flatex GmbH vor. Der Zinsaufwand wächst im Planungszeitraum mit rd. 10,7 % p.a. überproportional zu den Zinserträgen, was ab 2019 auf den Wegfall der Zinserträge aus der Weiterbelastung der Negativzinsen auf Kundeneinlagen zurückzuführen ist.

- Die umsatzbezogenen **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** beinhalten insbesondere Aufwendungen aus dem ECM und ECM-Trading-Geschäft. Darüber hinaus werden erwartete Verluste aus dem Arbitragehandel in den sonstigen umsatzgebundenen betrieblichen Aufwendungen berücksichtigt. Mit dem Ausbau des ECM und ECM-Trading-Geschäfts steigen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen in 2017 im Vergleich zum Vorjahr um rd. 14,9 % an, wobei die korrespondierenden sonstigen betrieblichen Erträge überproportional ansteigen. Im Planungszeitraum von 2017 bis 2021 wird ein Wachstum der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von durchschnittlich rd. 2,1 % p.a. angenommen, das unter der durchschnittlichen Wachstumsrate der sonstigen betrieblichen Erträge von 2,9 % p.a. liegt. Dies basiert auf den erwarteten Auswirkungen der in Umsetzung befindlichen Effizienzsteigerungsmaßnahmen, wie die Standardisierung und Automatisierung von Prozessen im IPO-Geschäft.

265. Der (bereinigte) **Deckungsbeitrag I** steigt in Folge der erläuterten Effekte von 35,1 Mio. € im Jahr 2016 auf 36,8 Mio. € im Jahr 2017. Die Deckungsbeitragsmarge sinkt hingegen im Geschäftsjahr 2017 von 51,6 % auf 48,8 %, was im Wesentlichen auf die erhöhten Provisionsaufwendungen zurückzuführen ist (vgl. Tz. 264). Über den gesamten Planungszeitraum von 2017 bis 2021 steigt der Deckungsbeitrag I um 4,2 % p.a. und beläuft

[9] Mit der Einführung des T2S-Plattforms für die Abwicklung von Wertpapieren in der EU soll die europäische Wertpapierabwicklung harmonisiert und vereinfacht, Effizienz gesteigert und die Kosten im grenzüberschreitenden Verkehr verringert werden (vgl. www.ecb.europa.eu/paym/t2s/about/spotlight/html/index.en.html).

sich im Geschäftsjahr 2021 auf 43,4 Mio. €. Entsprechend verbessert sich auch die Deckungsbeitrags-Marge leicht von 48,8 % auf 49,4 %.

266. Die **Personalaufwendungen** steigen von 2016 auf 2017 um rd. 21,3 % auf 10,0 Mio. € an. Der Anstieg resultiert insbesondere aus der Aufstockung von elf Mitarbeitern. Zwischen den Planjahren 2017 und 2021 erhöhen sich die Personalaufwendungen mit rd. 2,0 % p.a. unterproportional zu den Umsatzerlösen, was auf den Ausbau des weniger personalintensiven Kreditgeschäfts zurückzuführen ist. Der Anstieg der Personalaufwendungen im Planungszeitraum ist überwiegend auf zunehmende Gehälter und Sozialabgaben zurückzuführen.

267. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** umfassen insbesondere EDV- und Telekommunikationskosten, Rechts- und Beratungskosten, Raumkosten, Marketing- und Werbekosten und sonstige Kosten. Die Planungsrechnung sieht für den Planungszeitraum einen jährlichen Rückgang der Sachaufwendungen von rd. -0,5 % p.a. vor, was im Wesentlichen auf den Rückgang der sonstigen Kosten zurückzuführen ist, während die anderen Kostenpositionen über den Planungszeitraum nahezu konstant geplant wurden.

268. Die **Abschreibungen** auf Vermögenswerte sind im Planungszeitraum rückläufig und umfassen die Abschreibungen auf Geldautomaten, die durch die Gesellschaft an unterschiedlichen Standorten betrieben werden.

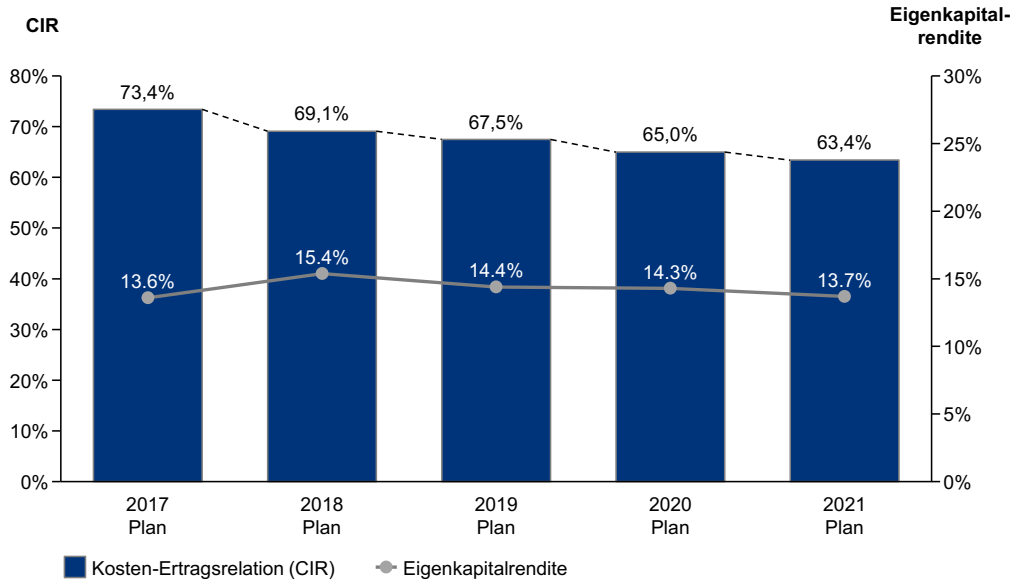
269. Das (bereinigte) **Ergebnis vor Steuern (EBT)** erhöht sich von 5,8 Mio. € in 2016 auf 9,2 Mio. € in 2017. Im Planungszeitraum von 2017 bis 2021 steigt das EBT um rd. 14,6 % p.a. Dies ist auf den Anstieg der Umsatzerlöse durch die Erweiterung des Mandantengeschäfts und des Aufbaus des Kreditbuchs zurückzuführen, während Personal- und Sachaufwendungen vergleichsweise mit geringeren Zuwachsraten ansteigen.

270. Im Ergebnis stellen sich die **Kosten-Ertragsrelation** („Cost-Income-Ratio"; „CIR")[10] sowie die **Eigenkapitalrendite** („Return on Equity"; „RoE")[11] nach Steuern im Planungszeitraum wie folgt dar:

[10] Die Kosten-Ertragsrelation berechnet sich als die Summe der Personalaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen, dividiert durch den Deckungsbeitrag I.

[11] Die Eigenkapitalrendite nach Steuern berechnet sich als Quotient des Ergebnisses nach Steuern und dem den Anteilseignern zustehenden Eigenkapital des aktuellen Jahres (bestehend aus Gezeichnetes Kapital, Kapitalrücklage, Gewinnrücklage und Bilanzgewinn/-verlust)

Kosten-Ertragsrelation (CIR) und Eigenkapitalrendite nach Steuern



Quelle: XCOM AG, IVA-Darstellung

Abbildung 11: Entwicklung der CIR und der Eigenkapitalrendite nach Steuern

271. Die CIR verbessert sich über den Planungszeitraum von 73,4 % auf 63,4 %. Die Eigenkapitalrendite bewegt sich im Planungszeitraum in einer Bandbreite zwischen 13,6 % und 15,4 % und beträgt im letzten Planjahr 2021 rd. 13,7 %.

272. Wir haben die durch die Gesellschaft erstellte Planungsrechnung des Geschäftsbereichs biw Bank inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen. Wir betrachten die Planung als sachgerecht und vertretbar.

Kapitalplanung des Geschäftsbereichs biw Bank

273. Die Planungsrechnung der biw Bank umfasst neben der dargestellten Planung der GuV auch eine Planung der risikogewichteten Aktiva („RWA“) und der Eigenmittelausstattung. Die Kapitalplanung der biw Bank AG sieht eine Verbesserung der Kernkapitalquote von rd. 11,9 % in 2017 auf rd. 18,3 % in 2022 vor.

274. Nach den uns erteilten Informationen liegt die intern definierte nachhaltige Kernkapitalquote bei rd. 22,0 %. Durch eine Erhöhung der Kernkapitalquote soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass sich das Geschäftsmodell der biw Bank AG mit dem Ausbau des Kreditgeschäfts zukünftig risikoreicher darstellt.

275. Die Bewertungsgutachterin stellt dazu dar, dass die Peer Group der biw Bank eine Kernkapitalquote von rd. 30,0 % aufweist und die von der biw Bank angestrebte Kernkapitalquote in Höhe von 22,0 % auf dem Durchschnittsniveau des ersten Quartils der Peer Group liegt. Auf Basis eigener Analysen können wir diese Aussage hinsichtlich der Kapitalquoten der Vergleichsunternehmen nachvollziehen.

276. Nachfolgend werden die risikogewichteten Aktiva sowie die Eigenkapitalplanung der biw Bank AG dargestellt:

Geschäftsbereich biw Bank Eigenkapitalplanung	Plan **2017** **Mio. €**	Plan **2018** **Mio. €**	Plan **2019** **Mio. €**	Plan **2020** **Mio. €**	Plan **2021** **Mio. €**	Plan **2022** **Mio. €**	Plan **2023** **Mio. €**	Plan **2024** **Mio. €**
Risikogewichtete Aktiva (RWA)	347,5	368,7	391,1	408,8	428,5	434,2	438,5	442,9
Haftendes Eigenkapital (Periodenende)	41,2	46,3	53,3	60,9	69,8	79,5	88,4	97,4
Kernkapitalquote	**11,9%**	**12,6%**	**13,6%**	**14,9%**	**16,3%**	**18,3%**	**20,2%**	**22,0%**

Quelle: XCOM AG, PwC, IVA-Darstellung

Tabelle 13: Risikogewichtete Aktiva, Eigenkapital und Kernkapitalquote im Geschäftsbereich biw Bank

277. Zur Erreichung der geplanten Kernkapitalquote von 22,0 % sind zusätzliche Thesaurierungen erforderlich. Daher hat die Bewertungsgutachterin die Planungsrechnung verlängert. Vereinfachend wurden dabei sowohl das Ergebnis nach Steuern als auch die RWA mit einer Wachstumsrate von 1,0 % p.a. fortgeschrieben. Die angestrebte Kernkapitalquote von 22,0 % wird gemäß diesem Vorgehen über einen um drei Jahre verlängerten Planungszeitraum im Jahr 2024 erreicht.

278. Unseres Erachtens ist die Kapitalplanung der biw Bank AG, die von der Bewertungsgutachterin übernommen und zur Erreichung der durch die biw Bank AG festgelegten Ziel-Kernkapitalquote von 22,0 % um weitere drei Jahre erweitert wurde, nicht zu beanstanden. Die zugrundeliegenden Daten konnten wir nachvollziehen, die Berechnungsmethodik verifizieren und die Ableitung rechnerisch abstimmen.

Anpassungen der Planungsrechnung des Geschäftsbereichs biw Bank

279. Die Bewertungsgutachterin PwC hat im Detailplanungszeitraum bis zum operativen Ergebnis (EBT) keine Anpassungen der Planungsrechnung für den Geschäftsbereich biw Bank vorgenommen.

280. Zur Berücksichtigung der Stärkung der Kernkapitalquote hat die Bewertungsgutachterin – wie bereits erläutert – die Planungsrechnung um drei Jahre (2022 bis 2024) erweitert und die

notwendigen Kapitalzuführungen in Form von Thesaurierungen im Bewertungskalkül abgebildet. Die aus der Verzinsung der thesaurierten zusätzlichen Eigenmittel zu erzielenden Zinserträge wurden durch einen entsprechenden Kapitaldispositionsbeitrag berücksichtigt und ergänzend im Zinsergebnis erfasst.

281. Im Ergebnis stellt sich die von der Bewertungsgutachterin abgeleitete Planungsrechnung sowie die Übergangsjahre einschließlich der Auswirkungen aus dem zusätzlichen Kapitaldispositionsbeitrag auf das EBT wie folgt dar:

Geschäftsbereich biw Bank Gewinn- und Verlustrechnung Angepasste Planung	IST 2016 Mio. €	Plan 2017 Mio. €	Plan 2018 Mio. €	Plan 2019 Mio. €	Plan 2020 Mio. €	Plan 2021 Mio. €	Plan 2022 Mio. €	Plan *2023* Mio. €	Plan *2024* Mio. €
Umsatzerlöse (UE)	**68,0**	**75,4**	**80,6**	**82,1**	**85,1**	**87,9**	**88,8**	**89,7**	**90,6**
Materialaufwand	-32,9	-38,6	-40,9	-42,1	-43,1	-44,5	-44,9	-45,4	-45,8
Deckungsbeitrag I	**35,1**	**36,8**	**39,8**	**40,0**	**42,0**	**43,4**	**43,9**	**44,3**	**44,8**
Deckungsbeitrag I in % der UE	*51,6%*	*48,8%*	*49,3%*	*48,8%*	*49,3%*	*49,4%*	*49,4%*	*49,4%*	*49,4%*
Personalaufwand	-8,3	-10,0	-10,3	-10,5	-10,7	-10,9	-11,0	-11,1	-11,2
Personalkosten in % der UE	*12,2%*	*13,3%*	*12,7%*	*12,7%*	*12,5%*	*12,4%*	*12,4%*	*12,4%*	*12,4%*
Sonstige betriebl. Aufwendg.	-19,5	-17,0	-17,2	-16,6	-16,6	-16,7	-16,8	-17,0	-17,2
sbA in % der UE	*28,7%*	*22,5%*	*21,4%*	*20,2%*	*19,5%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	**7,2**	**9,8**	**12,3**	**13,0**	**14,7**	**15,9**	**16,1**	**16,2**	**16,4**
EBITDA in % der UE	*10,7%*	*13,0%*	*15,3%*	*15,8%*	*17,2%*	*18,1%*	*18,1%*	*18,1%*	*18,1%*
Abschreibungen auf Vermögenswerte	-0,5	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Operatives Ergebnis (EBIT)	**6,7**	**9,3**	**12,1**	**12,8**	**14,5**	**15,8**	**15,9**	**16,1**	**16,3**
EBIT in % der UE	*9,9%*	*12,4%*	*15,0%*	*15,6%*	*17,1%*	*18,0%*	*18,0%*	*18,0%*	*18,0%*
Finanzergebnis	-1,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern (EBT) – bereinigt, vor Anpassung	**5,8**	**9,2**	**11,9**	**12,8**	**14,5**	**15,8**	**16,0**	**16,1**	**16,3**
EBT in % der UE	*8,5%*	*12,2%*	*14,8%*	*15,5%*	*17,1%*	*18,0%*	*18,0%*	*18,0%*	*18,0%*
Kapitaldispositionsbeitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Ergebnis vor Steuern (EBT) – bereinigt, nach Anpassung	**5,8**	**9,2**	**11,9**	**12,8**	**14,5**	**15,8**	**16,0**	**16,1**	**16,4**
EBT in % der UE	*8,5%*	*12,2%*	*14,8%*	*15,5%*	*17,1%*	*18,0%*	*18,0%*	*18,0%*	*18,1%*

Quelle: XCOM AG, IVA-Darstellung

Tabelle 14: Angepasste Planungsrechnung des Geschäftsbereichs biw Bank bis zum EBT

282. Wir haben die Anpassungen der Planungsrechnung rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen und halten diese für sachgerecht.

Unternehmenssteuern

283. Den von der Bewertungsgutachterin angesetzten **Unternehmenssteuern** lag ein durchschnittlicher effektiver Steuersatz i.H.v. 31,2% im Detailplanungszeitraum zugrunde.

6. Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

a) Geschäftsbereich XCOM

284. Zur Ermittlung eines nachhaltig zu erwartenden Ergebnisses für den Geschäftsbereich XCOM ist die Bewertungsgutachterin wie folgt vorgegangen:

- In einem ersten Schritt wurden die **Umsatzerlöse** des Geschäftsbereichs XCOM für das Übergangsjahr 2022 und das erste Jahr der ewigen Rente abgeleitet. Dazu hat PwC die Umsatzerlöse des letzten Detailplanungsjahres mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0 % p.a. fortgeschrieben und ein nachhaltiges Umsatzniveau von 37,3 Mio. € für das erste Jahr der ewigen Rente (2023) angesetzt.

- Im zweiten Schritt wurden die für die ewige Rente prognostizierten Umsatzerlöse auf der Grundlage einer nachhaltig zu erwartenden **EBITDA-Marge** in ein nachhaltiges EBITDA transformiert. Hierzu hat die Bewertungsgutachterin eine nachhaltige EBITDA-Marge in Höhe von 22,4 % zugrunde gelegt. Die EBITDA-Marge liegt in der Detailplanungsphase – unter Berücksichtigung der von PwC vorgenommenen Anpassungen – zwischen 20,1 % und 22,2 %. Bei der Festlegung der nachhaltigen EBITDA-Marge wurde nach den Ausführungen von PwC angenommen, dass das angestrebte Umsatzwachstum trotz des grundsätzlich volumenbeschränkten Marktes keinen negativen Effekt auf die EBITDA-Marge haben wird, sondern eine leichte Verbesserung eintreten wird. Die Bewertungsgutachterin hat die angesetzte nachhaltige EBITDA-Marge zudem anhand von Marktdaten auf ihre Plausibilität überprüft.

- Auf der Basis der nachhaltig erwarteten Umsatzerlöse und der angenommenen EBITDA-Marge ergibt sich für das erste Jahr der ewigen Rente ein EBITDA von 8,4 Mio. €.

- Die zur Substanzerhaltung erforderlichen nachhaltigen **Reinvestitionen** wurden i.H.v. 1,5 Mio. € bzw. 4,0 % bezogen auf die Umsatzerlöse ab dem ersten Jahr der ewigen Rente angesetzt.

285. Die nachfolgende Tabelle zeigt das von der Bewertungsgutachterin abgeleitete nachhaltige **Ergebnis nach Steuern** im Vergleich zur Entwicklung im Detailplanungszeitraum:

Geschäftsbereich XCOM Nachhaltiges Ergebnis nach Steuern	Plan 2017 Mio. €	Plan 2018 Mio. €	Plan 2019 Mio. €	Plan 2020 Mio. €	Plan 2021 Mio. €	Plan 2022 Mio. €	nachhaltig ab 2023 Mio. €
Umsatzerlöse	**33,6**	**35,2**	**35,7**	**36,1**	**36,6**	**37,0**	**37,3**
EBITDA (bereinigt / modifiziert)	**6,8**	**7,8**	**7,8**	**7,8**	**7,8**	**8,3**	**8,4**
in % der Umsatzerlöse	20,1%	22,2%	21,9%	21,5%	21,2%	22,4%	22,4%
Abschreibungen	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
EBIT	**5,3**	**6,4**	**6,4**	**6,3**	**6,3**	**6,8**	**6,9**
Zinsaufwand	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,1
Ergebnis vor Steuern (EBT)	**5,1**	**6,2**	**6,2**	**6,3**	**6,3**	**6,8**	**6,8**
Unternehmenssteuern	-1,6	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1
Ergebnis nach Unternehmenssteuern (EAT)	3,5	4,3	4,3	4,3	4,4	4,7	4,7

Quelle: PwC, IVA-Darstellung

Tabelle 15: Entwicklung des EAT des Geschäftsbereichs XCOM in der Detailplanungsphase, Überleitungsphase und in der Phase der ewigen Rente

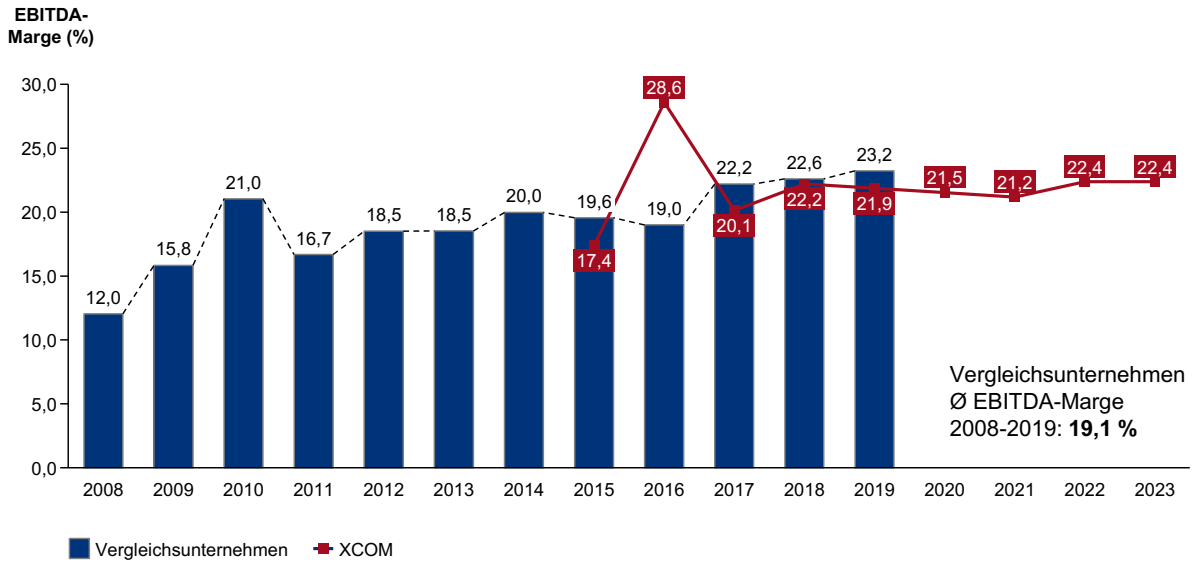
286. Die Annahmen im Hinblick auf die nachhaltige **EBITDA** sind unseres Erachtens insbesondere vor dem Hintergrund der folgenden Aspekte zu würdigen:

- Die Bewertungsgutachterin setzt eine nachhaltige EBITDA-Marge für den Geschäftsbereich XCOM von 22,4 % an. Diese Marge liegt über der im Jahr 2015 und unter der im Jahr 2016 von der Gesellschaft erzielten EBITDA-Marge.

- Wir haben in Bezug auf das EBITDA-Margenniveau ergänzend ein externes Benchmarking durchgeführt. Dabei haben wir für Vergleichsunternehmen[12] auf Basis einer langen historischen Zeitreihe sowie auf Basis von Prognosen und Analystenschätzungen die erwarteten EBITDA-Margen ermittelt. Die folgende Abbildung veranschaulicht im Median die Entwicklung der EBITDA-Margen von börsennotierten Unternehmen, die Technologielösungen für den Finanzsektor anbieten und somit ein mit dem Geschäftsbereich XCOM grundsätzlich vergleichbares Geschäftsmodell aufweisen:

[12] Als Vergleichsunternehmen wurden die im Rahmen der Betafaktor-Analyse identifizierten Vergleichsunternehmen zugrunde gelegt (vgl. Abschnitt E.IV.8.c)

Entwicklung der EBITDA-Margen – XCOM und Vergleichsunternehmen



Quelle: Bloomberg; IVA-Analyse

Abbildung 12: Benchmarking der EBITDA-Marge im Geschäftsbereich XCOM

287. Die EBITDA-Margen von Vergleichsunternehmen liegen im Zeitraum von 2008 bis 2019 in einer Bandbreite zwischen 12,0 % in 2008 und 23,2 % in 2019. Laut Analystenprognosen, die wir über den Datenanbieter Bloomberg abgefragt haben, ist die EBITDA-Marge der Vergleichsunternehmen ab 2017 im Vergleich zur Historie tendenziell zunehmend. Für die gesamte Periode liegt die durchschnittliche EBITDA-Marge bei rd. 19,1 %.

288. Die im Rahmen der Planungsrechnung sowie im nachhaltigen Ergebnis durch die Bewertungsgutachterin festgelegte EBITDA-Marge des Geschäftsbereichs XCOM deckt sich unseres Erachtens mit den am Markt beobachtbaren und erwarteten EBITDA-Margen.

289. Vor diesem Hintergrund erachten wir die auf der Grundlage des EBITDA in der Detailplanungsphase von 2017 bis 2021 und im Überleitungsjahr 2022 abgeleitete nachhaltige EBITDA-Marge von rd. 22,4 % insgesamt als eine angemessene Schätzung.

290. Die von PwC angesetzte nachhaltige Reinvestitionsrate in Höhe von 1,5 Mio. € bzw. von rd. 4,0 % bezogen auf die Umsatzerlöse entspricht in etwa der durchschnittlichen Abschreibungsquote im Detailplanungszeitraum und ist vor diesem Hintergrund als plausibel anzusehen.

291. Das von der Bewertungsgutachterin PwC für die ewige Rente abgeleitete **Finanzergebnis** i.H.v. -0,1 Mio. € bildet die Annahme eines nachhaltig niedrigen Zinsniveaus und einer geringen Nettoverschuldung der Gesellschaft ab.

292. Die in der ewigen Rente angesetzten **Ertragsteuern des Unternehmens** i.H.v. 2,1 Mio. € haben wir rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen.

293. Im Ergebnis halten wir auf der Grundlage unserer Analysen die Ableitung des in der Phase der ewigen Rente nachhaltig erwarteten Ergebnisniveaus für inhaltlich nachvollziehbar und angemessen.

b) Geschäftsbereich biw Bank

294. Die Bewertungsgutachterin hat das nachhaltig zu erwartende Ergebnis für den Geschäftsbereich biw Bank insbesondere auf der Basis der folgenden Überlegungen abgeleitet:

- Die im Jahr 2021 geplante EBITDA-Marge liegt mit 18,1 % über dem in der Vergangenheit realisierten Wert. Zum Ende des Detailplanungszeitraums beträgt die CIR 63,4 %. Die im Zeitablauf erwartete Verbesserung der beiden Kennziffern ist nach Ansicht der Bewertungsgutachterin PwC als ein Anzeichen für eine ambitionierte Planung anzusehen. Die rückläufige Eigenkapitalrendite im Geschäftsbereich biw Bank steht dieser Einschätzung nicht entgegen, sondern ist nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin vielmehr auf die durch den Ausbau des Kreditgeschäfts notwendige Erhöhung der Eigenkapitalquote zurückzuführen.

- Insgesamt hält PwC daher – auch unter Berücksichtigung der langfristigen Entwicklung im Brokeragegeschäft, des geplanten Ausbaus des Kreditportfolios sowie kostenseitiger Effizienzsteigerungsmaßnahmen – ein nachhaltiges Ergebnisniveau auf der Basis des für das letzte Jahr des Detailplanungszeitraums erwarteten Ergebnisses vor Steuern für angemessen.

- Nachhaltig plant die Gesellschaft jedoch mit einer Kernkapitalquote von 22,0 %, die über der zum Ende des Detailplanungszeitraums erreichten Kernkapitalquote liegt. Durch eine Erhöhung der Kernkapitalquote soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass sich das Geschäftsmodell der biw Bank AG mit dem Ausbau des Kreditgeschäfts zukünftig risikoreicher darstellt.

- Zur Erreichung der geplanten nachhaltigen Kernkapitalquote von 22,0 % sind nach dem Detailplanungszeitraum daher zusätzliche Thesaurierungen erforderlich. Die

Bewertungsgutachterin hat vor diesem Hintergrund die Planungsrechnung um drei Überleitungsjahre verlängert, in denen sukzessive die Kernkapitalquote durch Thesaurierungen auf 22,0 % erhöht wird.

- Vereinfachend wurden dabei grundsätzlich sowohl das Ergebnis nach Steuern als auch die RWA mit einer Wachstumsrate von 1,0 % p.a. fortgeschrieben. Die angestrebte Kernkapitalquote von 22,0 % wird gemäß diesem Vorgehen nach einer Verlängerung der Planungsrechnung um drei Jahre in 2024 erreicht.

- Für den sich aus den Thesaurierungen in der Überleitungsphase ergebenden zusätzlichen Eigenmittelbestand wurde korrespondierend ein zusätzlicher Kapitaldispositionsbeitrag berücksichtigt.

295. Unter Berücksichtigung der getroffenen Annahmen resultiert ein nachhaltig erzielbares operatives Ergebnis (EBT) i.H.v. 16,6 Mio. € und eine EBT-Marge (EBT im Verhältnis zu den Umsatzerlösen) von 18,2 %.

296. Die nachfolgende Tabelle zeigt das von der Bewertungsgutachterin abgeleitete nachhaltige **Ergebnis vor Steuern (EBT)** im Vergleich zur Entwicklung im Detailplanungszeitraum:

Geschäftsbereich biw Bank Nachhaltiges EAT	**Plan 2017 Mio. €**	**Plan 2018 Mio. €**	**Plan 2019 Mio. €**	**Plan 2020 Mio. €**	**Plan 2021 Mio. €**	**Plan 2022 Mio. €**	**Plan *2023* Mio. €**	**Plan *2024* Mio. €**	**nachh. *2025* Mio. €**
Umsatzerlöse	75,4	80,6	82,1	85,1	87,9	88,8	89,7	90,7	91,7
Ergebnis vor Steuern (EBT)	**9,2**	**11,9**	**12,8**	**14,5**	**15,8**	**16,0**	**16,1**	**16,4**	**16,6**
in % der Umsatzerlöse	12,2%	14,8%	15,5%	17,1%	18,0%	18,0%	18,0%	18,1%	18,2%
Unternehmenssteuern	-2,9	-3,7	-4,0	-4,5	-4,9	-5,0	-5,0	-5,1	-5,2
Ergebnis nach Unternehmenssteuern (EAT)	**6,3**	**8,2**	**8,8**	**10,0**	**10,9**	**11,0**	**11,1**	**11,3**	**11,5**

Quelle: PwC

Tabelle 16: Entwicklung des EAT des Geschäftsbereichs biw in der Detailplanungsphase, Überleitungsphase und in der Phase der ewigen Rente

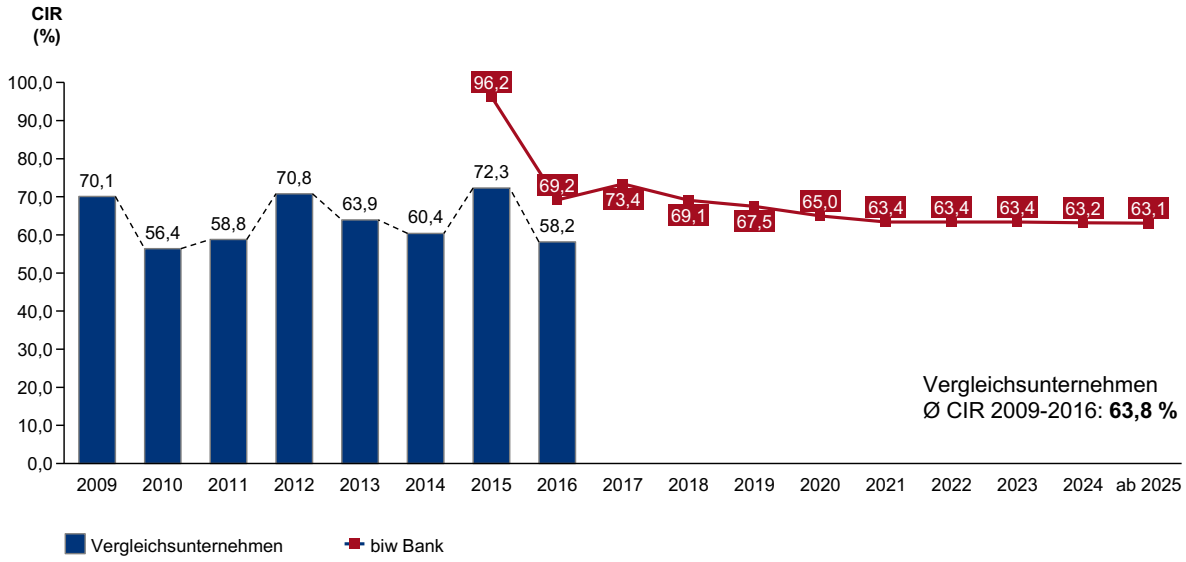
297. Die Annahmen im Hinblick auf die nachhaltige **Kernkapitalquote sowie des Ergebnisses vor Steuern (EBT)** sind unseres Erachtens insbesondere vor dem Hintergrund der folgenden Aspekte zu würdigen:

- Die angestrebte Kernkapitalquote in Höhe von 22,0 % basiert auf der von der Gesellschaft angestrebten nachhaltigen Kernkapitalquote. Die im Vergleich zur Vergangenheit höhere Kernkapitalquote geht einher mit dem Aufbau des risikoreicheren Kreditgeschäfts. Die Bewertungsgutachterin untersucht die

angenommene nachhaltige Kernkapitalquote im Hinblick auf die Kapitalquoten von Vergleichsunternehmen. Auf Basis der Analysen kommt PwC zu dem Ergebnis, dass die Vergleichsunternehmen durchschnittlich eine Kernkapitalquote von rd. 29,4 % erreichen und die von der Gesellschaft angestrebte Quote von 22,0 % auf dem Niveau des ersten Quartils liegt. Wir konnten dieses Ergebnis auf Basis unserer eigenen Analysen nachvollziehen.

- Außerdem haben wir in Bezug auf das CIR ein externes Benchmarking durchgeführt. Dabei haben wir für Vergleichsunternehmen[13] auf Basis einer langen historischen Zeitreihe die Kostenertragsrelationen ermittelt. Die folgende Abbildung veranschaulicht im Median die Entwicklung der CIR von vergleichbaren börsennotierten Unternehmen:

Entwicklung der Kosten-Ertragsrelation – biw Bank und Vergleichsunternehmen



Quelle: Bloomberg; IVA-Analyse

Abbildung 13: Benchmarking der Kosten-Ertragsrelation im Geschäftsbereich biw Bank

298. Die durchschnittliche Kosten-Ertragsrelation der Vergleichsunternehmen beträgt im Zeitraum von 2009 bis 2016 rd. 63,8 %. Die Planungsrechnung sieht einen Rückgang der CIR auf 63,1 % in der Phase der ewigen Rente vor.

[13] Als Vergleichsunternehmen wurden die im Rahmen der Betafaktor-Analyse identifizierten Vergleichsunternehmen zugrunde gelegt (vgl. Abschnitt E.IV.8.c))

299. Vor dem Hintergrund unserer Untersuchungen erachten wir das auf der Grundlage der nachhaltigen Kernkapitalquote abgeleitete nachhaltige Ergebnis vor Steuern in Höhe von 16,6 Mio. € insgesamt als angemessen.

7. Ableitung der Nettoausschüttungen

a) Geschäftsbereich XCOM

Ausschüttungsverhalten

300. In der Detailplanungsphase ist entsprechend den Empfehlungen des IDW eine Aufteilung der finanziellen Überschüsse auf Ausschüttungen und Thesaurierungen auf der Basis des individuellen Unternehmenskonzepts und unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen vorzunehmen (vgl. IDW S1, Tz. 36). Thesaurierte Mittel können etwa zur Finanzierung von Investitionen oder zur Tilgung von Finanzverbindlichkeiten verwendet werden. Sofern für die Verwendung der thesaurierten Beträge hingegen keine konkreten Planungen vorliegen und auch die Investitionsplanung keine konkrete Verwendung vorsieht, ist eine sachgerechte Prämisse im Hinblick auf die Mittelverwendung zu treffen (vgl. IDW S1, Tz. 35 f.).

301. Die Planung der Gesellschaft sieht eine Vollausschüttung der Jahresüberschüsse vor. Entsprechend wurde im Detailplanungszeitraum, in Anlehnung an das bestehende unternehmerische Konzept, von der Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote von 100 % angesetzt. Für die Phase der ewigen Rente wurde eine Ausschüttungsquote von 50 % angesetzt.

302. Aufbauend auf den Annahmen zum konkreten Ausschüttungsverhalten hat die Bewertungsgutachterin das Finanzergebnis und die Ertragsteuern abgeleitet.

303. Im Hinblick auf die thesaurierten Beträge in der Phase der ewigen Rente wurde angenommen, dass diese nach Berücksichtigung der Unterlegung für das nachhaltige Bilanzwachstum bzw. zur Finanzierung des nachhaltigen Investitionsbedarfs als Wertbeitrag aus Thesaurierungen den Anteilseignern unmittelbar fiktiv zugerechnet werden.

304. Im Hinblick auf die Annahmen zum Ausschüttungsverhalten des Geschäftsbereichs XCOM treffen wir folgende Feststellungen:

- Die von der Bewertungsgutachterin PwC angesetzte nachhaltige Ausschüttungsquote liegt innerhalb der am deutschen Kapitalmarkt zu beobachtenden Bandbreite der Ausschüttungsquoten von 40 % bis 60 % (vgl. WP-Handbuch 2014, Band II, Tz. A 103

ff.). Ergänzend haben wir eigene Analysen zur Ausschüttungsquote der Peer Group-Unternehmen des Geschäftsbereichs XCOM in der Vergangenheit durchgeführt. Diese Analysen zeigen, dass die Peer Group-Unternehmen im Durchschnitt Ausschüttungsquoten aufweisen, die unterhalb von 50 % liegen. Insgesamt erachten wir die von PwC angesetzte Ausschüttungsquote gleichwohl für vertretbar.

- In der Phase der ewigen Rente wurde von der Bewertungsgutachterin zunächst eine echte Thesaurierung zur Finanzierung des nachhaltigen Bilanzwachstums bzw. zur Finanzierung des nachhaltigen Investitionsbedarfs in das Nettoumlaufvermögen berücksichtigt. Dieser Finanzierungsbedarf wurde ausgehend von dem geplanten Nettoumlaufvermögen zum Ende des Detailplanungshorizonts unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate und der Annahme einer nachhaltig konstanten Kapitalstruktur ermittelt. Im Hinblick auf ein etwaiges Wachstum des Anlagevermögens wurde kein zusätzlicher Finanzierungsbedarf angenommen.
  Durch die sogenannte wachstumsbedingte, echte Thesaurierung in der ewigen Rente wird berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der finanziellen Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanzposten – ausgehend von der Annahme einer nachhaltig stabilen Kapitalstruktur und Verschuldungsgrad – auch anteilig mit Eigenkapital zu unterlegen ist. Die für dieses Bilanzwachstum erforderliche Thesaurierung wurde daher zutreffend nicht in den Wertbeitrag aus der unmittelbaren fiktiven Zurechnung von Thesaurierungen an die Anteilseigner einbezogen. Vorliegend beläuft sich die wachstumsbedingte echte Thesaurierung insgesamt auf 7 T€ und ist insoweit für die Wertableitung von untergeordneter Bedeutung.

- Die nach Abzug der echten Thesaurierung in der Phase der ewigen Rente verbleibenden ausschüttungsfähigen Beträge wurden dann jeweils anteilig mit 50 % als Ausschüttung bzw. als den Anteilseignern unmittelbar fiktiv zuzurechnende Thesaurierungen behandelt.

305. Wir halten die bei der Bewertung des Geschäftsbereichs XCOM gewählten Annahmen zum Ausschüttungsverhalten sowie der Verwendung der thesaurierten Beträge für nachvollziehbar und vertretbar.

Ertragsteuern der Anteilseigner

306. Da der Unternehmenswert aus der Sicht der Unternehmenseigner ermittelt wird, ist die steuerliche Belastung der Anteilseigner auf die Ausschüttungen aus dem Unternehmen sowie auf die Kursgewinne (fiktiv zugerechnete Thesaurierungsbeträge) zu berücksichtigen.

307. Bei der Bewertung von deutschen Kapitalgesellschaften ist zu berücksichtigen, dass Zinseinkünfte, Dividenden und Kursgewinne einer einheitlichen und von den individuellen Verhältnissen des Anteilseigners unabhängigen nominellen Steuerbelastung i.H.v. 25,0 % (sogenannte Abgeltungsteuer) zuzüglich Solidaritätszuschlag unterliegen.

308. Aus den unterschiedlichen Zufluss- und Realisationszeitpunkten von Ausschüttungen und Kursgewinnen resultieren indes unterschiedliche effektive Steuerbelastungen. Während die effektive Steuerlast für Zinsen und Dividenden regelmäßig der nominellen Steuerbelastung entspricht, hängt die effektive Steuerbelastung auf zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen vom Zeitpunkt ab, zu dem die Wertsteigerung realisiert wird. Sie reduziert sich mit zunehmender Haltedauer eines Wertpapiers durch den Anteilseigner. Vor diesem Hintergrund werden Anteilseigner bestrebt sein, die effektive Steuerbelastung durch lange Haltedauern möglichst gering zu halten. Unter der Annahme langer Haltedauern bedeutet dies einen gegenüber der nominellen Steuerbelastung deutlich geminderten effektiven Steuersatz für Veräußerungsgewinne.

309. Dementsprechend wird in der vorliegenden Bewertung der nominelle Abgeltungsteuersatz zzgl. Solidaritätszuschlag (rd. 26,4 %) für die Ausschüttungen in Ansatz gebracht, während die den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechneten Thesaurierungsbeträge typisierend mit einem Steuersatz in Höhe des hälftigen nominellen Steuersatzes zuzüglich Solidaritätszuschlag (rd. 13,2 %) belastet werden.

310. Eine analoge Besteuerung der inflationsbedingten Wertsteigerungen in der Phase der ewigen Rente mit einem effektiven Steuersatz wurde nicht vorgenommen.

311. Wir halten die Vorgehensweise zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern insgesamt für angemessen.

Darstellung der Nettoausschüttungen

312. Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern (vgl. Tz. 285) wurden unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt:

Geschäftsbereich XCOM Nettoausschüttungen	Plan 2017 Mio. €	Plan 2018 Mio. €	Plan 2019 Mio. €	Plan 2020 Mio. €	Plan 2021 Mio. €	Plan 2022 Mio. €	nachhaltig ab 2023 Mio. €
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	**3,5**	**4,3**	**4,3**	**4,3**	**4,4**	**4,7**	**4,7**
Thesaurierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Entziehbarer Überschuss vor pers. Ertragsteuern	**3,5**	**4,3**	**4,3**	**4,3**	**4,4**	**4,7**	**4,7**
davon fiktive Zurechnung von Thesaurierungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3
persönliche Ertragsteuer Zurechnung Thesaurierungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3
davon Ausschüttungen	3,5	4,3	4,3	4,3	4,4	4,7	2,3
persönliche Ertragsteuer Ausschüttungen	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-0,6
Nettoausschüttungen	**2,6**	**3,1**	**3,1**	**3,2**	**3,2**	**3,5**	**3,8**

Quelle: PwC, IVA-Darstellung

Tabelle 17: Ermittlung der Nettoausschüttungen des Geschäftsbereichs XCOM

b) Geschäftsbereich biw Bank

Ausschüttungsverhalten

313. Die Bewertungsgutachterin hat im Detailplanungszeitraum – abweichend von der Vorgehensweise beim Geschäftsbereich XCOM – keine feste Ausschüttungsquote angesetzt. Vielmehr wurden die Ausschüttungen anhand der von der Gesellschaft geplanten Entwicklung der Kernkapitalquote modelliert und die auf dieser Basis erforderlichen Thesaurierungen im Bewertungskalkül berücksichtigt. In Bezug auf unsere Plausibilitätsbeurteilung der Kapitalplanung verweisen wir auf Tz. 273. Die Ausschüttungsquote für die Phase der ewigen Rente wurde mit 50,0 % angesetzt.

314. Aufbauend auf den Annahmen zum konkreten Ausschüttungsverhalten in Folge der Kapitalplanung hat die Bewertungsgutachterin das Zinsergebnis nach der Detailplanungsphase um den Eigenmittelbeitrag (bzw. Kapitaldispositionsbeitrag) aus den zusätzlich thesaurierten Mitteln angepasst.

315. Im Hinblick auf die thesaurierten Beträge in der Phase der ewigen Rente wurde angenommen, dass diese nach Minderung um die zur Erreichung der aufsichtsrechtlichen Zielkapitalquote erforderlichen Thesaurierungen als Wertbeitrag aus Thesaurierungen den Anteilseignern unmittelbar fiktiv zugerechnet werden.

316. Im Hinblick auf die Annahmen zum Ausschüttungsverhalten des Geschäftsbereichs biw haben wir folgende Feststellungen:

- Die von der Bewertungsgutachterin PwC angesetzte nachhaltige Ausschüttungsquote liegt innerhalb der am deutschen Kapitalmarkt zu beobachtenden Bandbreite der Ausschüttungsquoten von 40 % bis 60 % (vgl. WP-Handbuch 2014, Band II, Tz. A 103 ff.). Ergänzend haben wir eigene Analysen zur Ausschüttungsquote der Peer Group-Unternehmen des Geschäftsbereichs biw in der Vergangenheit durchgeführt. Diese Analysen zeigen, dass die Peer Group-Unternehmen im Durchschnitt Ausschüttungsquoten aufweisen, die unterhalb von 50 % liegen. Insgesamt erachten wir die von PwC angesetzte Ausschüttungsquote gleichwohl für vertretbar.

- Die von PwC im Detailplanungszeitraum vorgesehene Verwendung der thesaurierten Beträge zur aufsichtsrechtlichen Zielkapitalunterlegung halten wir für angemessen.

- In der Phase der ewigen Rente wurde von der Bewertungsgutachterin eine echte Thesaurierung zur aufsichtsrechtlichen Kapitalunterlegung i.H.v. 1,0 Mio € p.a. berücksichtigt. Dieser nachhaltige Kapitalbedarf wurde ausgehend von dem für das Jahr 2024 geplanten Kernkapital, unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate und der Annahme einer nachhaltig konstanten Kernkapitalquote von 22,0 % ermittelt. Die für die Kapitalunterlegung erforderliche Thesaurierung wurde zutreffend nicht in den Wertbeitrag aus der unmittelbaren fiktiven Zurechnung von Thesaurierungen an die Anteilseigner einbezogen.

- Die nachhaltige Ausschüttungsquote wurde i.H.v. 50% auf das Ergebnis nach Unternehmenssteuern ermittelt. Die echte Thesaurierung in der Phase der ewigen Rente i.H.v. 1,0 Mio. € mindert den Anteil der nachhaltigen (Gesamt-)Thesaurierung von 50% bezogen auf das Ergebnis nach Unternehmenssteuern, der den Anteilseignern unmittelbar fiktiv zugerechnet wird.

317. Wir halten die bei der Bewertung des Geschäftsbereichs biw gewählten Annahmen zum Ausschüttungsverhalten sowie der Verwendung der thesaurierten Beträge für angemessen und vertretbar.

Besteuerung nicht-abzugsfähiger Betriebsausgaben

318. Bei der Ermittlung der Nettoausschüttungen für den Geschäftsbereich biw Bank wurde von der Bewertungsgutachterin eine Besteuerung nicht-abzugsfähiger Betriebsausgaben gemäß § 8b Abs. 5 KStG berücksichtigt, da es sich bei der biw Bank AG um eine mittelbare Beteiligung der XCOM AG handelt. Insofern wurden jeweils 5,0 % der Wertbeiträge aus Ausschüttungen

und Thesaurierungen der nachhaltigen effektiven Steuerquote von 31,2 % unterworfen. Damit wurde berücksichtigt, dass die biw Bank AG eine mittelbar über die XCOM Finanz GmbH gehaltene Tochtergesellschaft der XCOM AG ist.

319. Insgesamt erachten wir die bei der Bewertung des Geschäftsbereichs biw Bank angesetzte Besteuerung nicht-abzugsfähiger Betriebsausgaben für vertretbar.

Ertragsteuern der Anteilseigner

320. Das Vorgehen zur Ermittlung der Ertragsteuern der Anteilseigner entspricht der Vorgehensweise für den Geschäftsbereich XCOM (vgl. hierzu Tz. 306-311). Wir halten die Vorgehensweise zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern insgesamt für angemessen.

Darstellung der Nettoausschüttungen

321. Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern (vgl. Tz. 296) wurden unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner und der Besteuerung nicht-abzugsfähiger Betriebsausgaben wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt:

Geschäftsbereich biw Bank Nettoausschüttungen	Plan 2017 Mio. €	Plan 2018 Mio. €	Plan 2019 Mio. €	Plan 2020 Mio. €	Plan 2021 Mio. €	Plan 2022 Mio. €	Plan 2023 Mio. €	Plan 2024 Mio. €	Nachhaltig ab 2025 Mio. €
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	**6,3**	**8,2**	**8,8**	**10,0**	**10,9**	**11,0**	**11,1**	**11,3**	**11,5**
Thesaurierung	-5,1	-7,0	-7,6	-8,9	-9,8	-8,9	-9,0	-1,0	-1,0
Kapitalherabsetzung (+) / Kapitalerhöhung (-)	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Entziehbarer Überschuss vor pers. Ertragsteuern	**3,0**	**1,2**	**1,2**	**1,1**	**1,1**	**2,1**	**2,1**	**10,3**	**10,5**
davon fiktive Zurechnung von Thesaurierungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,7
- persönliche Ertragsteuer Zurechnung Thesaurierungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6
- Besteuerung nicht abzugsfähiger Betriebsausgaben	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
davon Ausschüttungen	3,0	1,2	1,2	1,1	1,1	2,1	2,1	10,3	5,7
- persönliche Ertragsteuer Ausschüttungen	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-2,6	-1,5
- Besteuerung nicht abzugsfähiger Betriebsausgaben	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2
Nettoausschüttungen	**2,1**	**0,9**	**0,9**	**0,8**	**0,8**	**1,5**	**1,5**	**7,4**	**8,1**

Quelle: PwC, IVA-Darstellung

Tabelle 18: Ermittlung der Nettoausschüttungen des Geschäftsbereichs biw Bank

322. Die im Planjahr 2017 berücksichtigte Kapitalherabsetzung bei der biw Bank AG i.H.v. 1,8 Mio. € steht im Zusammenhang mit dem zusätzlichen Kapital aus der Verschmelzung mit der ViTrade GmbH. Der Bilanzgewinn der ViTrade GmbH zum 31. Dezember 2016 betrug rd. 1,8 Mio. € und wurde mit Gesellschafterbeschluss vom 10. April 2017 an die Alleingesellschafterin XCOM Finanz GmbH ausgeschüttet. Da dieser Betrag nicht zur Erreichung der Zielkapitalquote der biw Bank AG für das Jahr 2017 benötigt wird, hat die Bewertungsgutachterin den an die XCOM Finanz GmbH ausgeschütteten Bilanzgewinn der ViTrade GmbH als zusätzliche Entnahme von Eigenkapital berücksichtigt.

8. Kapitalisierungszinssatz

a) Vorbemerkung

323. Im Ertragswertfahren werden die künftigen finanziellen Überschüsse durch Diskontierung auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz reflektiert dabei die Rendite einer Alternativinvestition, deren Zahlungsstrom im Hinblick auf die zeitliche Struktur, das Risiko und die Besteuerung als vergleichbar mit dem Zahlungsstrom einzuschätzen ist, den die Anteile des zu bewertenden Unternehmens vermitteln.

324. Ausgangsgröße für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist die Rendite einer risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Dieser Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der die bei einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens gegenüber einer Investition in ein risikofreies Zinspapier größere Unsicherheit über die Höhe der finanziellen Überschüsse abdecken soll.

325. Bei der Ermittlung von Basiszinssatz und Risikozuschlag sind steuerliche Einflüsse zu berücksichtigen. Bei der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern sind die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern zu mindern und der Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern anzusetzen. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich demnach aus dem um die typisierte persönliche Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem Risikozuschlag nach persönlichen Ertragsteuern zusammen.

326. Zusätzlich ist die Möglichkeit des Wachstums der finanziellen Überschüsse nach dem Ende des Planungszeitraumes zu beurteilen und bewertungstechnisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.

b) Basiszinssatz

327. Die Ableitung des Basiszinssatzes beruht auf der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen. Hierbei bildet die Zinsstrukturkurve am Rentenmarkt den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten ab, wie er für Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko gelten würde. Die Verwendung

aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteter fristadäquater Zerobondrenditen gewährleistet die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz.

328. Zur Ableitung der maßgeblichen Zinsstrukturkurve werden aus Objektivierungsgründen die von der Deutschen Bundesbank verwendete Svensson-Methode sowie veröffentlichte Zinsstrukturdaten auf Basis der Kurse börsennotierter Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von bis zu rd. 30 Jahren herangezogen. Bei den veröffentlichten Zinsstrukturdaten handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d. h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, ermittelt werden.

329. Die Bewertungsgutachterin hat die Parameter der Deutschen Bundesbank zugrunde gelegt und auf der Grundlage eines Durchschnitts über drei Monate und unter Berücksichtigung der Struktur der zu bewertenden finanziellen Überschüsse einen einheitlichen Basiszinssatz ermittelt und diesen in Übereinstimmung mit der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) empfohlenen Vorgehensweise gerundet. Der auf diese Weise ermittelte und in den Bewertungen zugrunde gelegte einheitliche Basiszinssatz beläuft sich nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin auf gerundet 1,25 %.

330. Wir haben die Ableitung des Basiszinssatzes durch die Bewertungsgutachterin anhand eigener Berechnungen nachvollzogen und halten den von der Bewertungsgutachterin verwendeten risikolosen Basiszinssatz von 1,25 % unter Berücksichtigung der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) empfohlenen Vorgehensweise grundsätzlich für sachgerecht und angemessen.

331. Gleichwohl weisen wir darauf hin, dass in der Bewertungspraxis und -theorie auch die Auffassung vertreten wird, dass der Basiszinssatz derzeit nach unten verzerrt sei, so dass eine unreflektierte und unmittelbare Übernahme bei der Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes als kritisch anzusehen sei. Eine Anpassung des Basiszinssatzes wird insbesondere von verschiedenen internationalen Autoren und Bewertungspraktikern vertreten. So sehen Pratt/Grabowski aufgrund der derzeitigen Niedrigzinsphase einen Anpassungsbedarf beim Basiszinssatz auf ein „normalisiertes“ nachhaltiges Niveau. Für Deutschland ermittelte Grabowski eine Bandbreite einer „normalized Risk-free Rate“ von 3,1 % bis 3,7 % sowie einen Mittelwert von 3,4 % (vgl. *Grabowski, R.*, Cost of Capital Update – Matching Risk and Return in the Post-Crisis World, EAVCA-Jahreskonferenz 2014).

332. Diese Sichtweise findet sich auch in aktuellen Veröffentlichungen von Duff & Phelps, die bei Unternehmensbewertungen bevorzugt auf eine sogenannte „normalized Risk-free Rate“ abstellen würden. Sofern stattdessen eine aktuelle „Spot Rate“ für den risikolosen Basiszins herangezogen würde, wäre es hingegen nicht sachgerecht, auf eine auf Basis von langfristigen

historischen Durchschnitten ermittelte Marktrisikoprämie zurückzugreifen. Eine Konsistenz zwischen den Parametern risikoloser Basiszins und erwartete Marktrisikoprämie sei jeweils sicherzustellen (vgl. Duff & Phelps, Valuation Insights, Third Quarter 2016, S. 6 f.). Sofern der Kapitalisierungszins ausgehend von aktuellen, durch die Eingriffe der Zentralbanken beeinflussten „Spot Rates" (als risikoloser Basiszins) und historischen Marktrisikoprämien ermittelt wird, könne dies nach Auffassung der Autoren zu unsinnigen Ergebnissen führen (vgl. Duff & Phelps, Valuation Insights, Third Quarter 2016, S. 7).

333. In einer gutachtlichen Stellungnahme für das Bundeswirtschaftsministerium zur Bewertung der Rückstellungen im Kernenergiebereich aus dem Jahr 2015 stellen die Gutachter von Warth & Klein fest, dass die von der Bundesbank verwendete Schätzmethode „vordringlich einer bestmöglichen Abbildung der Zinsstrukturkurve im kurz- und mittelfristigen Bereich" dient (vgl. Warth & Klein Grant Thornton, Gutachtliche Stellungnahme zur Bewertung der Rückstellungen im Kernenergiebereich, vom 9. Oktober 2015, Tz. 238 ff.). Da üblicherweise nach der vom IDW empfohlenen Berechnungsmethode für den Basiszinssatz der Zinssatz ab dem 30. Jahr fortgeschrieben wird, haben die Gutachter von Warth & Klein in Frage gestellt, wie sich die Zinsstrukturkurve jenseits des Zeitraums weiter entwickelt. Sie unterstellen, dass sich das Zinsniveau sehr langfristig einem fundamental begründeten nachhaltigen Zinsniveau annähern wird. Zur Modellierung einer auf den tatsächlichen Marktzinsen aufsetzenden und sich einem nachhaltigen Zinssatz annähernden Zinsstrukturkurve verwenden die Gutachter von Warth & Klein die Zinsstrukturkurve auf Basis der Berechnungsmethode der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen (EIOPA), die explizit eine sehr langfristige Zinsentwicklung (rund 60 Jahre) berücksichtigt. Aus dieser Zinsstrukturkurve geht hervor, dass sich die Zinsen ausgehend von den tatsächlichen Renditen der nächsten 20 Jahre über weitere 40 Jahre einem nachhaltigen nominalen Zinsniveau von 4,2 % annähern, wobei eine Inflationserwartung von 2,0 % respektive eine Realrendite von 2,2 % zugrunde liegt.

334. Vor dem geschilderten Hintergrund wäre unseres Erachtens grundsätzlich auch die Verwendung eines höheren Basiszinssatzes, zumindest im nachhaltigen Ergebnis, vertretbar. Damit einher ginge jedoch auch eine reduzierte Marktrisikoprämie, so dass sich für die Ermittlung der Barabfindung kompensierende Effekte ergeben würden. Da uns normalisierte Basiszinssätze bisher in der Bewertungspraxis bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen nicht bekannt sind respektive auch nicht Gegenstand der Rechtsprechung sind, haben wir diesen Ansatz nicht weiterverfolgt.

335. Zu möglichen bewertungsrelevanten Auswirkungen veränderter Zinskonditionen zwischen dem Zeitpunkt des Abschlusses unserer Prüfungstätigkeiten und dem Tag der beschlussfassenden ordentlichen Hauptversammlung (Bewertungsstichtag) verweisen wir auf die in Abschnitt E.VI. dargestellten Sensitivitätsanalysen.

c) Risikozuschlag

336. Die beiden Handlungsalternativen „Investition in das Unternehmen“ und „Investition in die Alternativanlage“ müssen hinsichtlich ihrer Risiken vergleichbar sein. Bei der Risikobeurteilung ist grundsätzlich die Risikoneigung des Investors zu beachten. Allerdings kann bei einer objektivierten Unternehmensbewertung die subjektive Risikoneigung eines bestimmten Investors nicht berücksichtigt werden. Daher wird die subjektive Risikoneigung üblicherweise durch das allgemeine Verhalten des Marktes ersetzt. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen sehen (Anlegerrisiko), ist ein Zuschlag zum Basiszins notwendig.

337. Zur Ermittlung des Risikozuschlages kann auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden. Das in Theorie und Praxis gebräuchlichste Modell ist das Capital-Asset-Pricing-Model (**CAPM**).

338. Zur Ermittlung der Risikoprämie wird zwischen dem unsystematischen Risiko, das nur das einzelne Unternehmen betrifft und daher grundsätzlich diversifizierbar ist, und dem systematischen Risiko unterschieden. Eine Risikoprämie wird nur für das systematische, nicht durch Diversifikation zu beseitigende Risiko bezahlt. Gemessen wird das systematische Risiko über den so genannten Betafaktor. Der Betafaktor ist ein Maß für das Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Die Risikoprämie erhält man durch Multiplikation des **Betafaktors** des Unternehmens mit der **Marktrisikoprämie**. Ein Betafaktor größer 1 bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert; ein Betafaktor kleiner 1 bedeutet, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.

339. Ein Schätzwert für die erwartete **Marktrisikoprämie** lässt sich aus der historischen Differenz zwischen der Rendite risikobehafteter Wertpapiere, die bspw. aus einem Aktienindex errechnet werden kann, und der Rendite (quasi-)risikofreier Kapitalmarktanlagen bestimmen. Empirische Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit in Abhängigkeit von dem zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum, der statistischen Methode zur Mittelwertbildung sowie des für die Untersuchung herangezogenen Indexes (DAX, CDAX, etc.) deutlich höhere Renditen erzielten als Anlagen in (quasi-)risikofreien Kapitalmarktanlagen.

340. Aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie unter Berücksichtigung der auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämien ist der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW im September 2012 zu der Einschätzung gekommen, dass es sachgerecht ist, für die Marktrisikoprämie eine Bandbreite von 5,5 % bis 7,0 % vor

persönlichen Ertragsteuern bzw. von 5,0 % bis 6,0 % nach persönlichen Ertragsteuern als Orientierung zugrunde zu legen.

341. Auch die aktuellen Rahmenbedingungen unterstützen weiterhin einen Ansatz der Marktrisikoprämie in dieser Größenordnung. So ist die derzeit zu beobachtende Situation an den Kapitalmärkten weiterhin u.a. dadurch gekennzeichnet, dass die Rendite langlaufender deutscher Staatsanleihen und die korrespondierende Zinsstrukturkurve auf historisch niedrige Niveaus gesunken sind. Diese Entwicklung geht einher mit einer Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank, die auch in den kommenden Jahren noch erwartet wird. Die Rendite deutscher Staatsanleihen liegt deutlich unter der laufzeitkongruenten Rendite anderer europäischer Staatsanleihen. Inflationsbereinigt weisen deutsche Staatsanleihen sogar negative Renditen auf. Damit entspricht die Kapitalmarktsituation weiterhin nicht der Konstellation, wie sie im Durchschnitt für die Vergangenheit beobachtbar war, sondern weist auf eine erhöhte Risikoaversion der Kapitalmarktteilnehmer hin.

342. In Wissenschaft und Praxis wird überwiegend die Auffassung vertreten, dass durch die Finanzkrise insgesamt nicht von einer gesunkenen Gesamtrenditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer auszugehen ist. Zudem wird vertreten, dass der Basiszins und die Marktrisikoprämie im Rahmen einer ganzheitlichen Betrachtung zu würdigen sind. Eine isolierte Betrachtung des Basiszinssatzes ist genauso wenig sachgerecht wie eine isolierte Betrachtung der Marktrisikoprämie. Bei weitgehend konstanten erwarteten (realen) Renditen des Marktportfolios führt folglich jede Erhöhung des Basiszinssatzes zu einer gleichzeitigen Reduzierung der Marktrisikoprämie und umgekehrt. Dies bedeutet in der Praxis, dass veränderte Kapitalmarktverhältnisse auch Auswirkungen auf die erwartete Marktrisikoprämie haben. Im Ergebnis führt dies zu einer schwankenden Marktrisikoprämie. Dieser Zusammenhang wird grundsätzlich auch von der Deutschen Bundesbank festgestellt, wenn sie explizit darauf hinweist, dass die gegenwärtige Höhe der Aktienrisikoprämie als relatives Bewertungsmaß von Aktien im Vergleich zu Bundesanleihen auf das derzeit niedrige Zinsniveau bedingt sei (vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April 2016, S. 29). Zudem lässt sich diese Aussage grundsätzlich auch anhand der Entwicklung der impliziten Marktrisikoprämien stützen (vgl. zur Entwicklung der impliziten Marktrisikoprämie auch Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April 2016, S. 18 und S. 29). So ist seit dem Absinken des Basiszinssatzes in den Jahren 2008/09 ein Anstieg der impliziten Marktrisikoprämie ersichtlich.

343. In der Vergangenheit war bei relativ moderaten Schwankungen des Basiszinssatzes der Ansatz einer konstanten, aus historischen Durchschnitten abgeleiteten Marktrisikoprämie grundsätzlich sachgerecht, da aus dieser vereinfachenden Vorgehensweise im Ergebnis relativ stabile Gesamtrenditeforderungen resultierten, die als gesuchte Alternativrenditen herangezogen werden konnten und auch empirisch beobachtbar waren. In der jüngeren

Vergangenheit schlugen sich jedoch die krisenbedingt hohen Volatilitäten des Basiszinssatzes immer stärker in den sich rechnerisch bei Ansatz einer konstanten Marktrisikoprämie ergebenden Gesamtrenditeforderungen nieder. Demgegenüber bewegen sich die empirisch beobachtbaren impliziten Gesamtrenditeforderungen der Marktteilnehmer aber in einem engen Korridor, was die Annahme einer langfristig stabilen Gesamtrenditeforderung empirisch stützt. Als Ergebnis ist daher festzuhalten, dass aufgrund der besonderen Kapitalmarktsituation zum Bewertungsstichtag die frühere vereinfachende Vorgehensweise zur Ableitung der bewertungsrelevanten Gesamtrenditeforderung als gesuchte Alternativrendite auf der Basis einer konstanten, auf historischen Durchschnitten basierenden Marktrisikoprämie nicht mehr sachgerecht ist, da sich bei einer solchen Vorgehensweise eine – von empirischen Beobachtungen signifikant abweichende – Gesamtrenditeforderung ergeben würde.

344. Die impliziten Risikoprämien bei Aktien liegen derzeit – in Übereinstimmung mit dieser Betrachtung – über dem Vorkrisenniveau der Banken- und Staatsschuldenkrise. Somit legen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie auf Prognosen von Finanzanalysten basierende ex-ante Analysen zu impliziten Risikoprämien eine Orientierung eher am oberen Ende der Bandbreite historisch gemessener Aktienrenditen bzw. der daraus abgeleiteten Risikoprämien nahe.

345. Vor diesem Hintergrund halten wir die von der Bewertungsgutachterin angesetzte **Marktrisikoprämie** nach persönlichen Ertragsteuern **i.H.v. 5,5 %** derzeit für angemessen und sachgerecht.

Betafaktor

346. Die für ein Marktportfolio geschätzte Risikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Dieses unternehmensspezifische Risiko wird nach dem CAPM bzw. dem Tax-CAPM im sogenannten Betafaktor ausgedrückt. Die Höhe des Betafaktors spiegelt das Ausmaß des systematischen, nicht durch Kapitalmarkttransaktionen diversifizierbaren Risikos einer Aktie wider. Je höher der Betafaktor ist, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie der Anleger. Er berechnet sich aus dem Zusammenhang zwischen der Renditeschwankung der konkreten Aktie und der Marktrenditeschwankung. Ein Beta-Faktor größer eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Beta-Faktor kleiner eins, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.

347. Die Ermittlung des Betafaktors erfolgt für börsennotierte Bewertungsunternehmen mittels Regressionsanalysen aus Kapitalmarktdaten. Ist das zu bewertende Unternehmen hingegen

nicht börsennotiert bzw. die Kapitalmarktdaten nicht aussagekräftig, kann der Betafaktor indirekt aus einer Gruppe von vergleichbaren, börsennotierten Unternehmen (Peer Group) abgeleitet werden.

348. Bei der Bewertung des Geschäftsbereichs XCOM wurde von PwC auf der Basis einer Peer Group-Analyse ein unverschuldeter Betafaktor von 1,2 und bei der Bewertung des Geschäftsbereichs biw Bank ein verschuldeter Betafaktor von 1,4 zugrunde gelegt. Hierzu haben wir die folgenden Feststellungen getroffen.

Eigener Betafaktor der XCOM-Gruppe

349. Da die Aktie der XCOM AG weder börsennotiert ist noch zum Handel im Freiverkehr einbezogen ist, kann kein eigener Betafaktor des Unternehmens abgeleitet werden.

350. Darüber hinaus hat die Bewertungsgutachterin den Betafaktor der Muttergesellschaft FinTech Group AG in Betracht gezogen. Die Bewertungsgutachterin kommt zum Ergebnis, dass der Betafaktor der FinTech Group AG nicht verwendet werden kann, da einerseits die XCOM AG erst im Laufe des Jahres 2015 durch die FinTech Group AG erworben wurde. Insofern spiegelt sich im Beta-Faktor der FinTech Group AG für 5-jährige und 3-jährige Betrachtungszeiträume das operative Risiko der XCOM AG nicht wider, da Zeiträume vor dem Erwerb einbezogen werden müssten. Des Weiteren stellt die Bewertungsgutachterin eine geringe Liquidität der Aktie fest. Im Ergebnis verzichtet die Bewertungsgutachterin vor diesem Hintergrund auf die Verwendung des Beta-Faktors der FinTech Group AG.

351. Die Bewertungsgutachterin hat vor diesem Hintergrund auf historische Daten einer Gruppe von vergleichbaren, börsennotierten Unternehmen (Peer Group) zurückgegriffen.

352. Wir haben die Analyse der Bewertungsgutachterin zur Aktienliquidität der FinTech Group AG auf Basis von Daten des Datendienstleisters S&P Capital IQ nachvollzogen. Im Übrigen weisen wir darauf hin, dass bei Anwendung des Sum-of-the-parts-Ansatzes der Beta-Faktor der FinTech Group AG nicht für den Geschäftsbereich XCOM anwendbar wäre, da das operative Geschäft der FinTech Group AG, die schwerpunktmäßig als Finanzdienstleister tätig ist, nicht unmittelbar vergleichbar mit dem Geschäftsbereich XCOM ist.

353. Im Ergebnis erachten wir die Einschätzung der Bewertungsgutachterin, den Beta-Faktor der FinTech Group AG im Rahmen der Bewertung der Geschäftsbereiche XCOM und der biw Bank nicht zu verwenden und stattdessen auf historische Daten einer Peer Group zurückzugreifen, vor dem Hintergrund der mangelnden Liquidität und der im Rahmen des sum-of-part-Ansatz gewählten Bewertung fehlenden Eignung zur Bewertung der beiden Geschäftsbereiche, für sachgerecht und vertretbar.

Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group

354. Bedingt durch die unterschiedlichen operativen Geschäftstätigkeiten innerhalb der XCOM-Gruppe hat die Bewertungsgutachterin die beiden operativen Geschäftsbereiche des Unternehmens getrennt bewertet und für beide Geschäftsbereiche jeweils eine gesonderte Peer Group identifiziert. Es handelt sich um die beiden Geschäftsbereiche XCOM mit dem Schwerpunkt auf Technologielösungen, und im Wesentlichen bestehend aus der operativen Geschäftstätigkeit der XCOM AG und der Xervices GmbH sowie dem Geschäftsbereich biw Bank mit dem Schwerpunkt auf Banking-Dienstleistungen und im Wesentlichen bestehend aus den operativen Geschäftstätigkeiten der biw Bank AG und der ViTrade GmbH.

Ableitung des Betafaktors für den Geschäftsbereich Technologielösungen (XCOM)

355. Im Rahmen einer Peer Group-Analyse hat PwC für den Geschäftsbereich XCOM vier börsennotierte Unternehmen mit einem grundsätzlich der XCOM AG vergleichbaren Produktangebot identifiziert. Für diese Unternehmen wurde der Betafaktor abgeleitet und im Hinblick auf statistische und Liquiditätskriterien gewürdigt. Folgende vier Unternehmen hat PwC in die Peer Group einbezogen:

- **Bottomline Technologies Inc.** (USA) ist ein Anbieter von cloudbasierten Lösungen für Internet-Banking, Betrugsprävention, Zahlungsverkehr, Finanzdokumentation sowie Versicherungen. Das Unternehmen hat Niederlassungen in den Vereinigten Staaten, Europa und in der Asien-Pazifik-Region. Im Geschäftsjahr 2016 (2015) erwirtschaftete die Bottomline Technologies, Inc. Umsatzerlöse von 309 Mio. € (277 Mio. €) und ein EBIT i.H.v. -3 Mio. € (-1 Mio. €). Die Marktkapitalisierung betrug zum 31. Dezember 2016 rd. 924 Mio. €.

- **Fidessa group plc** (Großbritannien) ist ein britischer Anbieter von Handelssystemen und Anbieter von Finanzinformationen. Die von der Fidessa group plc angebotenen Handelsplattformen richten sich an Finanzdienstleister. Im Geschäftsjahr 2016 (2015) betrugen die Umsatzerlöse des Unternehmens 406 Mio. (407 Mio. €) bei einem EBIT von 58 Mio. € (55 Mio. €). Die Marktkapitalisierung betrug zum 31. Dezember 2016 rd. 1.079 Mio. €.

- **GFT Technologies SE** (Deutschland) ist ein Anbieter von IT-Dienstleistungen für die Finanzindustrie. Das Unternehmen bietet Lösungen für die Umsetzung von regulatorischen Anforderungen und Digitalisierung von Geschäftsprozessen. Im Geschäftsjahr 2016 (2015) betrugen die Umsatzerlöse des Unternehmens 423 Mio. (374 Mio. €) bei einem EBIT von 37 Mio. € (35 Mio. €). Die Marktkapitalisierung betrug zum 31. Dezember 2016 rd. 548 Mio. €.

- **Temenos Group AG** (Schweiz) ist ein Anbieter von Bankensoftware. Zum Produktangebot zählen u.a. integrierte Gesamtbanklösungen für das Universal, Corporate, Retail Banking und Wealth Management. Im Geschäftsjahr 2016 (2015) betrugen die Umsatzerlöse des Unternehmens 573 Mio. € (489 Mio. €) bei einem EBIT von 135 Mio. € (87 Mio. €). Die Marktkapitalisierung betrug zum 31. Dezember 2016 rd. 3.553 Mio. €.

356. Im Ergebnis hält PwC im Geschäftsbereich Technologielösungen einen unverschuldeten Betafaktor von rund 1,2 als geeigneten Schätzer für das operative Risiko der XCOM AG. Zur Ermittlung der Betafaktoren wurden monatliche Daten über einen Zeitraum von fünf Jahren und wöchentliche Daten über einen Zeitraum von zwei Jahren bis einschließlich 28. April 2017 zugrunde gelegt und als Referenzindex auf einen breiten globalen Aktienindex (MSCI World) sowie auf einen breiten lokalen Marktindex (S&P 500, STOXX Europe 600 Index), der nicht nur das jeweilige Herkunftsland umfasst, abgestellt. PwC hat für die Ableitung der Kapitalmarktdaten auf den Datenlieferanten S&P Capital IQ zurückgegriffen.

357. Wir haben die Ermittlung der unverschuldeten Betafaktoren der Peer Group durch die Bewertungsgutachterin nachvollzogen.

358. In der Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis bestehen keine einheitlichen Vorgaben hinsichtlich Auswahlkriterien, Beobachtungszeitraum und Länge von Renditeintervallen und der Auswahl der Vergleichsindizes. Zur Prüfung der Angemessenheit des i.H.v. 1,2 von der Bewertungsgutachterin angesetzten unverschuldeten Betafaktors haben wir daher ergänzend und unabhängig vom Vorgehen der Bewertungsgutachterin eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors durchgeführt.

359. Zu diesem Zweck haben wir eine eigene Peer Group-Analyse durchgeführt sowie die entsprechenden Betafaktoren ermittelt. Bezüglich der Auswahl der Vergleichsunternehmen bietet sich grundsätzlich ein Vergleich mit Unternehmen der gleichen Branche oder der gleichen Produkt- und Marktstruktur an. Eine absolute Deckungsgleichheit der Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Einzahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens einem weitgehend übereinstimmenden operativen Risiko unterliegen. Im Rahmen eines detaillierten Selektionsprozesses haben wir börsennotierte Unternehmen identifiziert, die über ein vergleichbares Produkt- und Dienstleistungsangebot wie die XCOM AG verfügen (Technologielösungen) und ihres Risiko-Ertragsprofils vergleichbar sind.

360. Die nachfolgende Tabelle zeigt eine Gegenüberstellung der Peer Group-Unternehmen, die von PwC ermittelt wurden und die wir als geeignet erachten:

#	Peer Group PwC	Peer Group IVA
1	Bottomline Technologies Inc.	Bottomline Technologies Inc.
2	Fidessa group plc	Fidessa group plc
3	GFT Technologies SE	GFT Technologies SE
4	Temenos Group AG	Temenos Group AG
5	---	SS&C Technologies Inc.

Quelle: Eigene Darstellung

Tabelle 19: Vergleich der Peer Group-Unternehmen im Geschäftsbereich XCOM

361. Neben den von PwC herangezogenen Peer Group Unternehmen (vgl. Tz. 355) haben wir zusätzlich folgendes Unternehmen identifiziert, das hinsichtlich des Produkt- und Dienstleistungsangebots und dem Ertrags-/Risikoprofil unseres Erachtens mit der XCOM AG vergleichbar ist.

- **SS&C Technologies Inc.** (USA) ist ein weltweiter Anbieter von Software und Dienstleistungen für die Finanzindustrie. Zum Produktangebot zählen u.a. Lösungen für den Wertpapierhandel, die Transaktionsabwicklung, die Bewertung, das Risk Management und die Buchhaltung. Im Geschäftsjahr 2016 (2015) erwirtschaftete das Unternehmen Umsatzerlöse von rd. 1.339 Mio. € (902 Mio. €) bei einem EBIT von 261 Mio. € (149 Mio. €). Die Marktkapitalisierung betrug zum 31. Dezember 2016 rd. 5.532 Mio. €.

362. Für die sich aus unseren Analysen ergebende Peer Group haben wir die Betafaktoren über einen Zeitraum von zwei und drei Jahren auf der Basis wöchentlicher Renditen sowie über einen fünfjährigen Zeitraum auf Basis monatlicher Renditen ermittelt. Als Index wurde – abweichend von der Vorgehensweise von PwC – jeweils ein marktbreiter lokaler Index herangezogen.

363. Der Betafaktor wird durch die Unternehmensverschuldung beeinflusst (Finanzierungsrisiko). Der empirisch beobachtete Betafaktor der Vergleichsunternehmen muss daher zunächst um das Finanzierungsrisiko der jeweiligen Unternehmen bereinigt werden. Der unverschuldete Betafaktor kann anschließend auf das Bewertungsobjekt übertragen werden. Dabei ist der unverschuldete Betafaktor an die Kapitalstruktur des Bewertungsobjektes anzupassen.

364. Die nachfolgend dargestellten unverschuldeten Betafaktoren haben wir in ohne Berücksichtigung eines Debt Betas und unter der Annahme unsicherer Steuervorteile ermittelt.

365. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den zweijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen:

2 Jahre, wöchentlich	Index	Beta (verschuldet)	Verschuldungs-grad	Beta (unverschuldet)
Bottomline Technologies Inc.	**RAY**	1,1	4,0%	**1,0**
Fidessa group plc	**ASX**	0,7	-10,1%	**0,8**
GFT Technologies SE	**CDAX**	1,2	17,7%	**1,0**
Temenos Group AG	**SPI**	0,9	9,0%	**0,8**
SS&C Technologies Inc.	**RAY**	1,2	51,9%	**0,8**
Mittelwert		**1,0**	**14,5%**	**0,9**
Median		**1,1**	**9,0%**	**0,8**

Quelle: Bloomberg, IVA-Analysen

Tabelle 20: Betafaktor der Peer Group (zwei Jahre wöchentlich) für den Geschäftsbereich XCOM

366. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den dreijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen:

Unternehmen	Index	Beta (verschuldet)	Verschuldungs-grad	Beta (unverschuldet)
Bottomline Technologies Inc.	**RAY**	1,0	1,7%	**1,0**
Fidessa group plc	**ASX**	0,7	-10,3%	**0,7**
GFT Technologies SE	**CDAX**	1,2	27,9%	**1,0**
Temenos Group AG	**SPI**	1,2	8,1%	**1,1**
SS&C Technologies Inc.	**RAY**	1,2	41,1%	**0,8**
Mittelwert		**1,0**	**13,7%**	**0,9**
Median		**1,2**	**8,1%**	**1,0**

Quelle: Bloomberg, IVA-Analysen

Tabelle 21: Betafaktor der Peer Group (drei Jahre wöchentlich) für den Geschäftsbereich XCOM

367. In der folgenden Tabelle sind die Ergebnisse für einen fünfjährigen Zeitraum auf Basis monatlicher Renditen zusammengefasst:

Unternehmen	Index	Beta (verschuldet)	Verschuldungs-grad	Beta (unverschuldet)
Bottomline Technologies Inc.	**RAY**	1,5	-5,8%	**1,6**
Fidessa group plc	**ASX**	0,9	-11,1%	**1,0**
GFT Technologies SE	**CDAX**	1,2	6,8%	**1,2**
Temenos Group AG	**SPI**	1,3	7,6%	**1,2**
SS&C Technologies Inc.	**RAY**	1,0	46,1%	**0,7**
Mittelwert		**1,2**	**8,7%**	**1,1**
Median		**1,2**	**6,8%**	**1,2**

Quelle: Bloomberg, IVA-Analysen

Tabelle 22: Betafaktor der Peer Group (fünf Jahre monatlich) für den Geschäftsbereich XCOM

368. Abhängig von der zugrunde gelegten Parameterkonstellation ergibt sich auf Basis unserer Analysen ein Mittelwert für die Peer Group zwischen 0,9 und 1,1 und ein Median zwischen 0,8 und 1,2. Der von der Bewertungsgutachterin herangezogene Betafaktor für den Geschäftsbereich XCOM liegt somit im oberen Bereich der Bandbreite.

369. Im Rahmen einer Gesamtbetrachtung unserer Analysen halten wir den von der Bewertungsgutachterin für das operative Risiko des Geschäftsbereichs XCOM angesetzten unverschuldeten Betafaktor von 1,2 für vertretbar. Auf Basis unserer eigenen Analysen wäre ein Betafaktor von 1,1 ebenfalls vertretbar. Für Wertauswirkungen bei variierenden Betafaktoren verweisen wir auf den Abschnitt E.VI.

Ableitung des Betafaktors für den Geschäftsbereich Banking („biw Bank“)

370. Die Bewertungsgutachterin hat im Rahmen ihrer Peer Group-Analyse für den Geschäftsbereich Banking sechs börsennotierte Unternehmen mit einem grundsätzlich der biw Bank vergleichbaren Produktangebot identifiziert. Für diese Unternehmen wurde der Betafaktor abgeleitet und im Hinblick auf statistische und Liquiditätskriterien gewürdigt. Die durch die Bewertungsgutachterin identifizierten Peer Group-Unternehmen setzen sich wie folgt zusammen:

- **BinckBank N.V.** (Niederlande) ist eine niederländische Online-Bank mit dem Schwerpunkt auf Brokerage, Investitionsprodukten und Marktinformationen. Im Geschäftsjahr 2016 (2015) erwirtschaftete die BinckBank N.V. Umsatzerlöse von 168 Mio. € (198 Mio. €) und ein EBIT i.H.v. 13 Mio. € (70 Mio. €). Die Marktkapitalisierung betrug zum 31. Dezember 2016 rd. 395 Mio. €.

- **TD Ameritrade Holding Corp.** (USA) ist ein Anbieter von Online-Brokerage-Dienstleistungen, Investitions- und Altersvorsorgeprodukten. Das Unternehmen erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2016 (2015) Umsatzerlöse von 2.996 Mio. € (2.841 Mio. €) und ein EBIT von 1.187 Mio. € (1.163 Mio. €). Zum 31. Dezember 2016 betrug die Marktkapitalisierung 15.577 Mio. €.

- **E*TRADE Financial Corp.** (USA) bietet als Online-Broker Produkte und Dienstleistungen im Wertpapierhandel und Investitionen. Im Geschäftsjahr 2016 (2015) betrugen die Umsatzerlöse des Unternehmens 1.831 Mio. € (1.410 Mio. €) bei einem EBIT von 834 Mio. € (257 Mio. €). Die Marktkapitalisierung betrug zum 31. Dezember 2016 rd. 6.773 Mio. €.

- **Avanza Bank Holding AB** (Schweden) ist eine schwedische Online-Bank mit dem Schwerpunkt auf Dienstleistungen und Produkten im Bereich Brokerage und

Investitionsprodukte. Im Geschäftsjahr 2016 (2015) betrugen die Umsatzerlöse des Unternehmens 121 Mio. € (115 Mio. €) bei einem EBIT von 59 Mio. € (56 Mio. €). Die Marktkapitalisierung betrug zum 31. Dezember 2016 rd. 1.037 Mio. €.

- **BGC Partners Inc.** (USA) bietet Lösungen in der Wertpapierabwicklung und agiert als Inter-Broker-Dealer. Darüber hinaus ist das Unternehmen mit der Gesellschaft Newmark Grubb Knight Frank Dienstleistungen im gewerblichen Immobilienbereich tätig. Im Geschäftsjahr 2016 (2015) betrugen die Umsatzerlöse des Unternehmens 2.459 Mio. € (2.795 Mio. €) bei einem EBIT von 222 Mio. € (406 Mio. €). Die Marktkapitalisierung betrug zum 31. Dezember 2016 rd. 2.231 Mio. €.

- **Investment Technology Group Inc.** (USA) ist ein unabhängiger Execution-Broker und Research-Dienstleister, der Händler und Portfoliomanager über den gesamten Anlageprozess, von der Entscheidung zur Investition bis zur Abwicklung, unterstützt. Im Geschäftsjahr 2016 (2015) betrugen die Umsatzerlöse des Unternehmens 424 Mio. € (572 Mio. €) bei einem EBIT von -37 Mio. € (111 Mio. €). Die Marktkapitalisierung betrug zum 31. Dezember 2016 rd. 534 Mio. €.

371. Wir haben die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin bei der Auswahl der Unternehmen der Peer Group nachvollzogen. Gegen diese Ableitung der Vergleichsunternehmen bestehen unsererseits keine Einwendungen.

372. Zur Ermittlung der Betafaktoren wurden monatliche Daten über einen Zeitraum von fünf Jahren und wöchentliche Daten über einen Zeitraum von zwei Jahren bis einschließlich 28. April 2017 zugrunde gelegt und als Referenzindex auf einen breiten globalen Aktienindex (MSCI World) sowie auf einen breiten lokalen Marktindex (S&P 500, STOXX Europe 600 Index), der nicht nur das jeweilige Herkunftsland umfasst, abgestellt. Bei der Bewertung von Banken wird üblicherweise die Anpassung der Risikozuschläge auf die Finanzierungsstruktur („unlevern“ und „relevern“) vermieden, da das Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital bei Banken durch regulatorische Maßnahmen vorgegeben und bei vergleichbarer Risikostruktur weitgehend gleich ist. Diese Praxis wurde auch von PwC verfolgt. Im Ergebnis hält PwC einen verschuldeten Betafaktor von rd. 1,4 als geeigneten Schätzer für das operative Risiko des Geschäftsbereichs biw Bank.

373. Zur Prüfung der Angemessenheit des von der Bewertungsgutachterin ermittelten, verschuldeten Betafaktors in Höhe von 1,4 haben wir ergänzend und unabhängig vom Vorgehen der Bewertungsgutachterin eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors durchgeführt.

374. Im Rahmen eines detaillierten Selektionsprozesses haben wir börsennotierte Unternehmen identifiziert, die über ein vergleichbares Produkt- und Dienstleistungsangebot wie die biw Bank verfügen (Banking) und hinsichtlich ihres Risiko-Ertragsprofils vergleichbar sind.

375. Nachfolgend werden die von der Bewertungsgutachterin identifizierten Peer Group-Unternehmen den von uns ermittelten Peer Group-Unternehmen gegenübergestellt:

#	Peer Group PwC	Peer Group IVA
1	BinckBank N.V.	BinckBank N.V.
2	TD Ameritrade Holding Corp.	TD Ameritrade Holding Corp.
3	E*TRADE Financial Corp.	E*TRADE Financial Corp.
4	Wirecard AG	Wirecard AG
5	Avanza Bank Holding AB	Avanza Bank Holding AB
6	BGC Partners Inc.	---
7	Investment Technology Group Inc.	Investment Technology Group Inc.
8	---	Comdirect Bank AG

Quelle: Eigene Darstellung

Tabelle 23: Vergleich der Peer Group-Unternehmen im Geschäftsbereich biw Bank

376. Im Gegensatz zur Bewertungsgutachterin haben wir die BGC Partners Inc. nicht in unserer Peer Group berücksichtigt, da das Unternehmen neben Wertpapierabwicklungsleistungen auch im gewerblichen Immobiliensektor tätig ist. Mit dem Erwerb der Newmark Knight Frank in 2011 und der Grubb & Ellis Company in 2012 formte die BGC Partners Inc. die Newmark Grubb Knight Frank mit dem Fokus auf Immobilien-Dienstleistungen.

377. Wir haben neben den von der Bewertungsgutachterin herangezogenen Peer Group Unternehmen (vgl. Tz. 370) zusätzlich folgendes Unternehmen identifiziert, das u.E. hinsichtlich des Produkt- und Dienstleistungsangebots und dem Ertrags-/ Risikoprofil mit dem Geschäftsbereich biw Bank vergleichbar erscheint.

- **Comdirect Bank AG** (Deutschland) ist ein Anbieter von Produkten und Dienstleistungen im Bereich Konto und Geldanlage, Depot und Wertpapiere sowie Kredit und Finanzierung. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt auf Geldanlage und Brokerage. Im Geschäftsjahr 2016 (2015) erwirtschaftete das Unternehmen Umsatzerlöse von rd. 551 Mio. € (556 Mio. €) bei einem EBIT von 138 Mio. € (119 Mio. €). Die Marktkapitalisierung betrug zum 31. Dezember 2016 rd. 1.350 Mio. €.

378. Für die sich aus unseren Analysen ergebende Peer Group haben wir die Betafaktoren über einen Zeitraum von zwei und drei Jahren auf der Basis wöchentlicher Renditen sowie über

einen fünfjährigen Zeitraum auf Basis monatlicher Renditen ermittelt. Als Index wurde jeweils ein marktbreiter lokaler Index herangezogen.

379. Die folgende Tabelle zeigt die verschuldeten Betafaktoren auf Basis unserer Analysen für unterschiedliche Betrachtungszeiträume und Renditeintervalle:

Übersicht Betafaktoren	Index	2 Jahre, wöchentlich	3 Jahre, wöchentlich	5 Jahre, monatlich
BinckBank N.V.	RAAX	1,2	1,2	0,9
TD Ameritrade Holding Corp.	RAY	1,6	1,4	1,5
E*TRADE Financial Corp.	RAY	1,7	1,7	1,7
Avanza Bank Holding AB	SAX	0,9	0,9	1,4
Investment Technology Group Inc.	RAY	1,8	1,5	1,4
Comdirect Bank AG	CDAX	0,5	0,4	0,5
Mittelwert		**1,3**	**1,2**	**1,2**
Median		**1,4**	**1,3**	**1,4**

Quelle: Bloomberg, IVA-Analysen

Tabelle 24: Betafaktor der Peer Group für den Geschäftsbereich biw Bank

380. Die von uns zu Plausibilisierungszwecken durchgeführten Analysen weisen einen Betafaktor auf, der im Mittelwert in einer Spanne zwischen 1,2 und 1,3 und im Median zwischen 1,3 und 1,4 liegt.

381. Im Rahmen einer Gesamtbetrachtung unserer Analysen halten wir den von der Bewertungsgutachterin für das operative Risiko des Geschäftsbereichs biw angesetzten Betafaktor von 1,4 für angemessen und vertretbar.

d) Wachstumsabschlag

382. Die der Bewertung zugrunde liegenden Planansätze in der Detailplanungsphase berücksichtigen das erzielbare Wachstum der Erträge und Aufwendungen. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum war insoweit nicht erforderlich. Auch in den Jahren ab 2023 (XCOM) bzw. 2025 (biw Bank) (ewige Rente) werden sich die Posten der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung und somit auch die aus den Planungen ableitbaren Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum der Gesellschaft lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden. Hierzu gibt es grundsätzlich zwei Wachstumskomponenten, die im Rahmen der Unternehmensbewertung im Jahr der ewigen Rente Berücksichtigung finden.

383. So kann das Wachstum der finanziellen Überschüsse eines Unternehmens auf ein rein nominales, durch Preisveränderungen bedingtes Wachstum (inflationsbedingtes Wachstum) oder auf realwirtschaftliche Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren (operatives bzw. thesaurierungsbedingtes Wachstum durch Kapazitätsoptimierungen oder -erweiterungen) zurückzuführen sein.

384. Das inflationsbedingte Wachstum lässt sich darauf zurückführen, dass aufgrund der makroökonomischen Teuerungsrate Vermögensgegenstände von Jahr zu Jahr teurer werden. Sofern diese Preissteigerungen an den Endkunden weitergereicht werden können, resultiert für den Anteilseigner ein stetig wachsender Ergebnis- und Dividendenstrom. Gleichzeitig erfordert das inflationsbedingte Wachstum aber auch eine entsprechende Thesaurierung zur Aufrechterhaltung der ökonomischen (realen) Substanz (inflationsbedingte oder wachstumsbedingte Thesaurierung).

385. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit durch zusätzliche Thesaurierungen, die über den inflationsbedingten Kapitalbedarf hinausgehen, Kapital im Unternehmen zu binden und daraus zusätzliches operatives Wachstum durch Kapazitätserweiterungen zu generieren (operatives bzw. thesaurierungsbedingtes Wachstum). Den Empfehlungen des IDW S 1 folgend, wird für die Wiederanlage der in diesem Zusammenhang thesaurierten Mittel im Jahr der ewigen Rente eine kapitalwertneutrale Anlage zum Kapitalisierungszins unterstellt (vgl. IDW S 1, Tz. 47).

386. Diese beiden Wachstumskomponenten können im Rahmen der Ertragswertermittlung unterschiedlich abgebildet werden. Im Rahmen der vorliegend angewendeten sogenannten Praktikermethode werden das inflationäre Wachstum typischerweise im Nenner (finanzmathematisch als Wachstumsabschlag von den Kapitalkosten) und das operative bzw. thesaurierungsbedingte Wachstum typischerweise im Zähler des Barwertkalküls berücksichtigt.

387. Zu untersuchen ist folglich, ob die XCOM-Gruppe inflationsbedingte Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten über höhere Absatzpreise zumindest teilweise weitergeben kann. Aufgrund der erwarteten Zunahme der Wettbewerbsintensität in der Fintech-Branche sowie der aktuell zu beobachtenden Preisentwicklung bei Neuverträgen geht die Bewertungsgutachterin davon aus, dass inflationsinduzierte Preissteigerungen nicht vollständig an die Kunden der XCOM-Gruppe weitergegeben werden können. Vor diesem Hintergrund erachten wir den von der Bewertungsgutachterin angesetzten Wachstumsabschlag i.H.v. 1,0 % für angemessen.

e) Darstellung der Kapitalisierungszinssätze

i. Geschäftsbereich XCOM

388. Zusammengefasst stellen sich die durch die Bewertungsgutachterin angesetzten Kapitalisierungszinssätze für den Geschäftsbereich XCOM im Detailplanungszeitraum und im Zeitraum der ewigen Rente wie folgt dar:

XCOM Eigenkapitalkosten	Plan 2017	Plan 2018	Plan 2019	Plan 2020	Plan 2021	Plan 2022	nachhaltig ab 2023
Basiszinssatz vor pers. Ertragsteuern	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
Abgeltungsteuer	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%
Basiszins nach pers. Ertragsteuern	**0,92%**	**0,92%**	**0,92%**	**0,92%**	**0,92%**	**0,92%**	**0,92%**
Marktrisikoprämie nach pers. Ertragsteuern	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Betafaktor (unverschuldet)	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Verschuldungsgrad	3,1%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Betafaktor (verschuldet)	1,24	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23
Risikozuschlag nach pers. Ertragsteuern	**6,81%**	**6,76%**	**6,77%**	**6,77%**	**6,77%**	**6,76%**	**6,77%**
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern	**7,73%**	**7,68%**	**7,69%**	**7,69%**	**7,69%**	**7,69%**	**7,69%**
Wachstumsabschlag (nachhaltig)							-1,00%
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern	**7,73%**	**7,68%**	**7,69%**	**7,69%**	**7,69%**	**7,69%**	**6,69%**

Quelle: PwC, IVA-Analysen

Tabelle 25: Ermittlung der Eigenkapitalkosten für den Geschäftsbereich XCOM im Detailplanungszeitraum und in der ewigen Rente

389. Im Ergebnis halten wir die von der Bewertungsgutachterin dargestellte Methode zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für sachgerecht und die zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze für angemessen.

ii. Geschäftsbereich biw Bank

390. Zusammengefasst stellen sich die durch die Bewertungsgutachterin angesetzten Kapitalisierungszinssätze für den Geschäftsbereich biw Bank im Detailplanungszeitraum und im Zeitraum der ewigen Rente wie folgt dar:

Biw Bank Eigenkapitalkosten	Plan 2017	Plan 2018	Plan 2019	Plan 2020	Plan 2021	Plan 2022	Plan 2023	Plan 2024	nachhaltig ab 2025
Basiszinssatz vor pers. Ertragsteuern	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
Abgeltungsteuer	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%
Basiszins nach pers. Ertragsteuern	**0,92%**	**0,92%**	**0,92%**	**0,92%**	**0,92%**	**0,92%**	**0,92%**	**0,92%**	**0,92%**
Marktrisikoprämie nach pers. Ertragsteuern	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Betafaktor (verschuldet)	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40
Risikozuschlag nach pers. Ertragsteuern	**7,70%**	**7,70%**	**7,70%**	**7,70%**	**7,70%**	**7,70%**	**7,70%**	**7,70%**	**7,70%**
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern	**8,62%**	**8,62%**	**8,62%**	**8,62%**	**8,62%**	**8,62%**	**8,62%**	**8,62%**	**8,62%**
Wachstumsabschlag (nachhaltig)									-1,00%
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern	**8,62%**	**8,62%**	**8,62%**	**8,62%**	**8,62%**	**8,62%**	**8,62%**	**8,62%**	**7,62%**

Quelle: PwC, IVA-Analysen

Tabelle 26: Ermittlung der Eigenkapitalkosten für den Geschäftsbereich biw Bank im Detailplanungszeitraum und in der ewigen Rente

391. Im Ergebnis halten wir die von der Bewertungsgutachterin dargestellte Methode zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für sachgerecht und die zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze für angemessen.

9. Ertragswert des operativen Geschäfts

a) Geschäftsbereich XCOM

392. Der Ertragswert des operativen Geschäfts des Geschäftsbereichs XCOM ergibt sich aus der Summe der Barwerte der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen. Die Nettoeinnahmen umfassen die Wertbeiträge aus Ausschüttungen (Dividenden) sowie die Wertbeiträge aus Thesaurierungen, die den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechnet werden. Für die Ermittlung der Barwerte der Nettoeinnahmen sind die prognostizierten Nettoeinnahmen der Geschäftsjahre 2017 bis 2022 einzeln mit den zuvor dargestellten Kapitalisierungszinssätzen (Eigenkapitalkosten) zu diskontieren. Für die durchschnittlichen Nettoeinnahmen ab dem Geschäftsjahr 2023 ergibt sich der Barwert nach der Formel der ewigen Rente. Der Barwert der ewigen Rente ist ebenfalls auf den Bewertungsstichtag zurück zu beziehen.

393. Die Ertragswertermittlung für den Geschäftsbereich XCOM stellt sich wie folgt dar.

Geschäftsbereich XCOM Ertragswert	Plan 2017 Mio. €	Plan 2018 Mio. €	Plan 2019 Mio. €	Plan 2020 Mio. €	Plan 2021 Mio. €	Plan 2022 Mio. €	nachhaltig ab 2023 Mio. €
Zu diskontierende Nettoausschüttung	**2,6**	**3,1**	**3,1**	**3,2**	**3,2**	**3,5**	**3,8**
Kapitalisierungszinssatz	7,73 %	7,68 %	7,69 %	7,69 %	7,69 %	7,69 %	6,69 %
Periode	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	
Barwertfaktor	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	9,6
Barwerte	**2,4**	**2,7**	**2,5**	**2,4**	**2,2**	**2,2**	**36,0**
Ertragswert zum 1. Januar 2017	**50,4**						
Aufzinsungsfaktor	1,04						
Ertragswert zum 3. Juli 2017	**52,3**						

Quelle: PwC, IVA-Analysen

Tabelle 27: Ertragswert des Geschäftsbereichs XCOM zum 3. Juli 2017

394. Der **Ertragswert** des operativen Geschäfts des XCOM-Konzerns beträgt zum 3. Juli 2017 somit insgesamt **52,3 Mio. €**.

395. Wir haben die Ermittlung des Ertragswertes anhand eigener Berechnungen nachvollzogen und rechnerisch und sachlich überprüft. Es ergaben sich keine Beanstandungen. Die von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehensweise zur Ermittlung des Ertragswerts erachten wir insgesamt für plausibel und sachgerecht.

396. Gleichwohl haben wir ergänzend anhand von Sensitivitätsanalysen die Auswirkungen alternativer Annahmen auf den Ertragswert des operativen Geschäfts des Geschäftsbereichs XCOM analysiert. In diesem Zusammenhang haben wir die Parameter des Kapitalisierungszinssatzes variiert. Aus unseren Analysen ergaben sich keine Anhaltspunkte, dass der von der Bewertungsgutachterin ermittelte Ertragswert für den Geschäftsbereich XCOM unangemessen wäre. Im Hinblick auf die Auswirkungen einer Variation der Parameter des Kapitalisierungszinssatzes verweisen wir im Detail auf den Abschnitt E.VI.

b) Geschäftsbereich biw Bank

397. Der Ertragswert des operativen Geschäfts des Geschäftsbereichs biw ergibt sich aus der Summe der Barwerte der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen. Für die Ermittlung der Barwerte der Nettoeinnahmen sind die prognostizierten Nettoeinnahmen der Geschäftsjahre 2017 bis 2024 einzeln mit den zuvor dargestellten Kapitalisierungszinssätzen (Eigenkapitalkosten) zu diskontieren. Für die durchschnittlichen Nettoeinnahmen ab dem Geschäftsjahr 2025 ergibt sich der Barwert nach der Formel der ewigen Rente. Der Barwert der ewigen Rente ist ebenfalls auf den Bewertungsstichtag zurück zu beziehen.

398. Die Ertragswertermittlung für den Geschäftsbereich biw Bank stellt sich wie folgt dar.

Geschäftsbereich biw Bank Ertragswert	Plan 2017 Mio. €	Plan 2018 Mio. €	Plan 2019 Mio. €	Plan 2020 Mio. €	Plan 2021 Mio. €	Plan 2022 Mio. €	Plan 2023 Mio. €	Plan 2024 Mio. €	nachhaltig ab 2025 Mio. €
Zu diskontierende Nettoausschüttung	**2,1**	**0,9**	**0,9**	**0,8**	**0,8**	**1,5**	**1,5**	**7,4**	**8,1**
Kapitalisierungszinssatz	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	7,6%
Periode	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	
Barwertfaktor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	6,8
Barwerte	**2,0**	**0,7**	**0,7**	**0,6**	**0,5**	**0,9**	**0,8**	**3,8**	**54,7**
Ertragswert zum 1. Januar 2017	**64,8**								
Aufzinsungsfaktor	1,04								
Ertragswert zum 3. Juli 2017	**67,5**								

Quelle: PwC, IVA-Analysen

Tabelle 28: Ertragswert des Geschäftsbereichs biw Bank zum 3. Juli 2017

399. Der **Ertragswert** des operativen Geschäfts des Geschäftsbereichs biw Bank beträgt zum 3. Juli 2017 somit insgesamt **67,5 Mio. €.**

400. Wir haben die Ermittlung des Ertragswertes anhand eigener Berechnungen nachvollzogen und rechnerisch und sachlich überprüft. Es ergaben sich keine Beanstandungen. Die von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehensweise zur Ermittlung des Ertragswerts erachten wir insgesamt für plausibel und sachgerecht.

401. Gleichwohl haben wir ergänzend anhand von Sensitivitätsanalysen die Auswirkungen alternativer Annahmen auf den Ertragswert des operativen Geschäfts des Geschäftsbereichs biw Bank analysiert. In diesem Zusammenhang haben die Parameter des Kapitalisierungszinssatzes variiert. Aus unseren Analysen ergaben sich keine Anhaltspunkte, dass der von der Bewertungsgutachterin ermittelte Ertragswert für den Geschäftsbereich biw Bank unangemessen wäre. Im Hinblick auf die Auswirkungen einer Variation der Parameter des Kapitalisierungszinssatzes verweisen wir im Detail auf den Abschnitt E.VI.

10. Wert der gesondert bewerteten Vermögenswerte

402. Neben dem Ertragswert des operativen Geschäfts werden im Rahmen der Ableitung des Unternehmenswertes üblicherweise Sonderwerte sowie nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt. Als nicht betriebsnotwendiges Vermögen werden solche Vermögenswerte definiert, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionales Abgrenzungskriterium). Soweit sich deren Werte nicht in der Planungsrechnung der Gesellschaft und damit im Ertragswert widerspiegeln, sind die entsprechenden Vermögensbestandteile und die dazugehörigen Schulden sowie

gegebenenfalls anfallende Ertragsteuern unter Berücksichtigung der bestmöglichen Verwertung gesondert zu bewerten und in den Unternehmenswert einzubeziehen.

403. Nach den Analysen der Bewertungsgutachterin verfügt die XCOM AG über nicht operativ notwendige liquide Mittel. Diese wurden unter zusätzlicher Berücksichtigung von erwarteten Liquiditätsabflüssen aus Steuerverpflichtungen als Sonderwert bei der XCOM AG in Höhe von 1,1 Mio. € angesetzt.

404. Für die Brokerport Finanz GmbH wurden nutzbare steuerliche Verlustvorträge i.H.v. 0,2 Mio. € berücksichtigt, aus denen ein Steuervorteil i.H.v. 0,1 Mio. € resultiert.

405. Bei der XCOM Finance GmbH wurden ebenfalls nicht operativ notwendige liquide Mittel abzüglich Rückstellungen für künftige Steuerzahlungen i.H.v. 0,4 Mio. € als Sonderwert angesetzt.

406. Die im Rahmen der Bewertung der XCOM-Gruppe berücksichtigten Sonderwerte stellen sich wie folgt dar.

XCOM **Sonderwerte**	**Mio. €**
Nicht operativ notwendige liquide Mittel der XCOM AG	1,1
Steuerersparnisse aus den Verlustvorträgen der Brokerport Finance GmbH	0,1
Nicht operativ notwendige liquide Mittel der XCOM Finanz GmbH	0,4
Summe	**1,6**
angesetzter Sonderwert	**1,6**

Quelle: PwC, IVA-Analysen

Tabelle 29: Übersicht Sonderwerte

407. Wir haben das Vorgehen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und erachten es als sachgerecht. Im Rahmen unserer Analysen sowie der uns von der Gesellschaft erteilten Auskünfte haben sich keine Anzeichen für weitere Sachverhalte ergeben, die als Sonderwert oder wesentliches nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen wären.

11. Unternehmenswert und Wert je Aktie

408. Der Unternehmenswert der XCOM-Gruppe zum Bewertungsstichtag setzt sich aus den Ertragswerten des Geschäftsbereichs XCOM und des Geschäftsbereichs biw Bank sowie den Sonderwerten bzw. dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens wie folgt zusammen.

XCOM-Gruppe Unternehmenswert	Mio. €
Ertragswert Geschäftsbereich XCOM	52,3
Ertragswert Geschäftsbereich biw Bank	67,5
Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens / Sonderwerte	1,6
Unternehmenswert zum 3. Juli 2017	**121,4**

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 30: Unternehmenswert der XCOM-Gruppe zum 3. Juli 2017

409. Der Unternehmenswert der XCOM-Gruppe beträgt zum 3. Juli 2017 121,4 Mio. €. Das Grundkapital der XCOM AG ist in 567.603 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt. Mittelbar hält die XCOM AG 12.759 eigene Aktien über die biw Bank AG. Die Anzahl der ausstehenden Aktien abzüglich der eigenen Aktien beträgt somit 554.844 Stück.

410. Der Wert je Aktie der XCOM-Gruppe errechnet sich aus dem Unternehmenswert und der Anzahl der ausstehenden Aktien wie folgt.

XCOM-Gruppe Wert je Aktie	€
Unternehmenswert zum 3. Juli 2017	**121,4**
Anzahl der ausstehenden Aktien (nach Abzug eigener Aktien)	554.844
Wert je Aktie (in €)	**218,86**

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 31: Wert je Aktie der XCOM-Gruppe zum 3. Juli 2017

411. Der Unternehmenswert je Aktie der XCOM-Gruppe beträgt zum 3. Juli 2017 **218,86 €.**

V. Vergleichende Marktbewertung

1. Vorgehensweise

412. In der Bewertungspraxis ist es üblich, den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert mit Hilfe der sogenannten Multiplikatorverfahren zu plausibilisieren. Grundsätzlich handelt es sich auch bei diesem Verfahren um ein kapitalmarktorientiertes Bewertungskonzept, das ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung folgt. Der Unternehmenswert wird indes stark vereinfacht anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt.

413. Dem Multiplikatorverfahren liegt der Gedanke zugrunde, eine bei Vergleichsunternehmen beobachtbare Bewertungsrelation auf das zu bewertende Unternehmen zu übertragen. Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann daher regelmäßig nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte.

414. Es können generell folgende Multiplikatoren herangezogen werden:

- Kurs-Gewinn-Verhältnis („KGV“),
- Markt-/Buchwert-Multiplikatoren (kurz: „P/B-Multiplikator“)
- Enterprise Value („EV“)/EBIT-Multiplikator (neutralisiert grundsätzlich die Kapitalstruktur),
- EV/EBITDA-Multiplikator (neutralisiert grundsätzlich die Kapitalstruktur und gleicht unterschiedliche Investitionsphasen aus),
- EV/Umsatzerlöse-Multiplikator (in der Regel nur aussagefähig bei vergleichbarer Ertragskraft oder zumindest der Aussicht auf eine solche).

415. Die Multiplikatoren können aus den Kapitalmarktdaten vergleichbarer börsennotierter Unternehmen oder auf Basis von Transaktionspreisen abgeleitet werden.

416. Während bei der Ertragswertmethode die in der Zukunft erwarteten Zahlungsströme explizit in die Berechnung des Unternehmenswertes eingehen, basieren die Multiplikatoren in der Regel jeweils auf einer prognostizierten Umsatz- oder Ertragsgröße eines in der nahen Zukunft liegenden Geschäftsjahres. Die längerfristigen Ertragserwartungen, der charakteristische

Ertragsverlauf und das Risiko finden ihren Niederschlag im Multiplikator. Kritische Faktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die prognostizierten Erfolgsfaktoren und die Auswahl der Vergleichsunternehmen zur Ermittlung der Multiplikatoren.

417. PwC hat auf Grundlage der von ihr identifizierten Peer Group für den Geschäftsbereich XCOM bzw. für den Geschäftsbereich biw Bank Umsatzerlöse und EBITDA-Multiplikatoren bzw. das KGV und P/B-Multiplikatoren jeweils für das Jahr 2016 abgeleitet und diese auf äquivalenten Bezugsgrößen der beiden Geschäftsbereiche übertragen. Für weitere Einzelheiten verweisen wir auf die Gutachtliche Stellungnahme der Bewertungsgutachterin.

418. PwC kommt in ihrer Analyse zum Ergebnis, dass der auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelte Wert des operativen Geschäfts für die beiden Geschäftsbereiche jeweils im unteren bis mittleren Bereich der Bandbreite des auf der Basis von Multiplikatoren abgeleiteten Unternehmenswerts liegt. Als mögliche Ursache hierfür werden für den Geschäftsbereich biw Bank eine niedrigere Eigenkapitalrentabilität im Vergleich zum Median der Peer Group-Eigenkapitalrentabilität aufgeführt. Für den Geschäftsbereich XCOM wird eine höhere Umsatz- bzw. EBITDA-Marge der Peer Group-Unternehmen als Ursache genannt.

419. Wir haben die Ergebnisse der vergleichenden Marktbewertung von PwC durch eigene Berechnungen auf Grundlage der von uns in Abschnitt E.IV.8.c) dargestellten Peer Group für die beiden Geschäftsbereiche nachvollzogen. Dabei haben wir für den Geschäftsbereich XCOM selektiv zusätzliche Unternehmen aus der Shortlist einbezogen, die eine Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells sowie eine Vergleichbarkeit in Bezug auf die Rentabilität aufweisen, jedoch aufgrund der vergleichsweise niedrigeren Aktienkursliquidität eliminiert wurden.

420. Vorwegnehmend zur Darstellung unserer Multiplikator-Analysen weisen wir darauf hin, dass die bei den Analysen zugrunde gelegten (Peer Group-)Unternehmen lediglich eine eingeschränkte Vergleichbarkeit mit den Geschäftsbereichen XCOM und biw Bank aufweisen. Dies ist insbesondere auf die Besonderheit der XCOM-Gruppe zurückzuführen, dass die Kundenbeziehungen nicht originär in Verbindung mit der XCOM-Gruppe selbst stehen. So profitiert der Geschäftsbereich XCOM im Rahmen des Projektgeschäfts insbesondere von den Kundenbeziehungen und dem Vertrieb der FinTech Group AG. Die Entwicklung im Geschäftsbereich biw Bank hängt insbesondere von den Kundenbeziehungen der flatex GmbH zu rd. 175 Tsd. Privatkunden ab.

2. Ergebnisse der Multiplikatormethoden

a. Trading Multiples

421. Zur Plausibilitätsbeurteilung haben wir im vorliegenden Fall für den Geschäftsbereich XCOM auf EBITDA-Multiplikatoren abgestellt. EBIT- und Umsatz-Multiplikatoren haben wir nicht herangezogen, da der Umsatz-Multiplikator die Kostenstruktur und damit die Rentabilität des zu bewertenden Unternehmens vollständig ignoriert. Der EBIT-Multiplikator erschien uns aufgrund unterschiedlicher Investitionszyklen der Unternehmen und der damit verbundenen deutlichen Beeinflussung dieser Ergebnisgröße durch die jeweilige Höhe der Abschreibungen, ebenfalls ungeeignet.

422. Für den Geschäftsbereich biw Bank haben wir auf die in der Bewertungspraxis für Banken überlicherweise herangezogenen P/B-Multiplikatoren und das KGV abgestellt.

423. Als Basis für die Ableitung der Multiplikatoren haben wir auf das letzte Geschäftsjahr 2016 bzw. auf die durchschnittlichen Schätzungen (Consensus Estimates) des Finanzdienstleisters Bloomberg L.P. für den Zeitraum von 2017 bis 2019 zurückgegriffen, soweit diese für das jeweilige Vergleichsunternehmen und für das betrachtete Schätzjahr verfügbar waren. Bei den sogenannten Consensus Estimates handelt es sich um durchschnittliche Analystenschätzungen.

i. Geschäftsbereich XCOM

424. Die nachfolgende Tabelle stellt die EBITDA-Multiplikatoren für die Vergleichsunternehmen im **Geschäftsbereich XCOM** dar:

Geschäftsbereich XCOM EBITDA-Multiplikatoren	2016	2017	2018	2019
SS&C Technologies Holdings	19,7x	14,8x	13,5x	12,2x
Temenos Group AG	27,3x	24,6x	21,6x	18,8x
Fidessa Group plc	9,5x	10,7x	10,2x	9,7x
Bottomline Technologies	N/A	14,6x	12,9x	11,6x
Lombard Risk Management plc	N/A	N/A	8,5x	7,0x
DST Systems Inc.	12,3x	10,8x	9,7x	N/A
GFT Technologies SE	12,1x	11,8x	10,4x	9,1x
Minimum	9,5x	10,7x	8,5x	7,0x
Mittelwert	**16,2x**	**14,6x**	**12,4x**	**11,4x**
Median	**12,3x**	**13,2x**	**10,4x**	**10,6x**
Maximum	27,3x	24,6x	21,6x	18,8x

Quelle: Bloomberg, IVA-Analysen

Tabelle 32: Trading Multiples des Geschäftsbereichs XCOM (EBITDA-Multiplikatoren)

425. Für den arithmetischen Mittelwert ergeben sich für den Zeitraum 2016 bis 2019 EBITDA-Multiplikatoren in einer Bandbreite von 11,4x bis 16,2x.

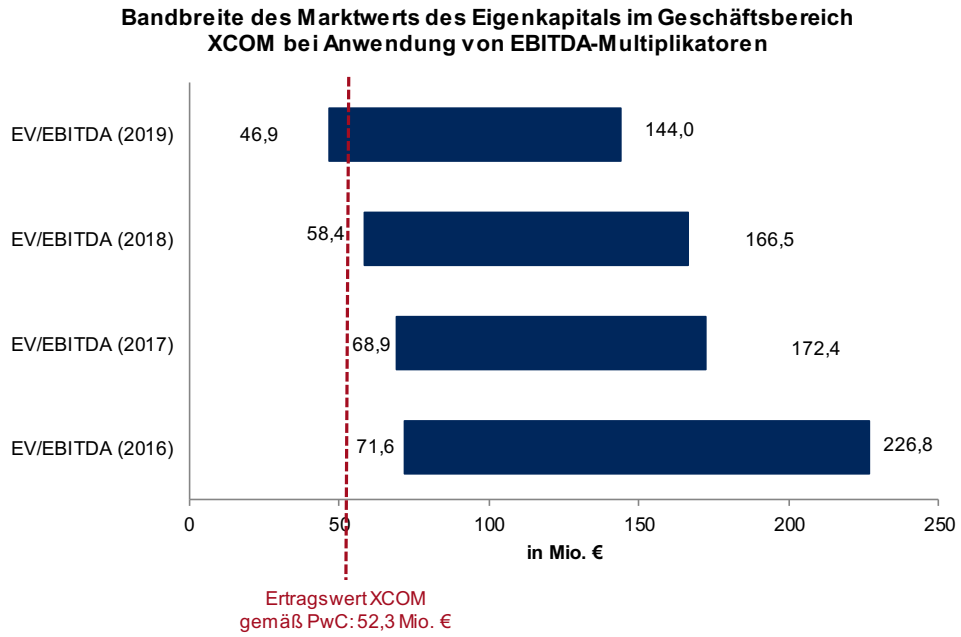
426. In der folgenden Tabelle sind die Bandbreiten für den Marktwert des Eigenkapitals des Geschäftsbereichs XCOM dargestellt, die sich unter Heranziehung der EBITDA-Multiplikatoren für die Jahre 2016 bis 2019 ergeben.

Geschäftsbereich XCOM Marktwert anhand von Multiplikatoren in Mio. €	**auf Basis EBITDA-Multiple 2016**	**auf Basis EBITDA-Multiple 2017**	**auf Basis EBITDA-Multiple 2018**	**auf Basis EBITDA-Multiple 2019**
Bezugsgröße des Bewertungsobjektes (EBITDA)	8,7	7,5	8,2	8,2
Multiplikator (Minimum)	9,5x	10,7x	8,5x	7,0x
Multiplikator (Mittelwert)	**16,2x**	**14,6x**	**12,4x**	**11,4x**
Multiplikator (Median)	**12,3x**	**13,2x**	**10,4x**	**10,6x**
Multiplikator (Maximum)	27,3x	24,6x	21,6x	18,8x
Marktwert Gesamtkapital (Minimum)	82,6	79,9	69,4	57,9
Marktwert Gesamtkapital (Mittelwert)	**140,9**	**108,5**	**101,7**	**93,8**
Marktwert Gesamtkapital (Median)	**107,5**	**98,4**	**85,2**	**87,3**
Marktwert Gesamtkapital (Maximum)	237,8	183,3	177,4	155,0
Nettofinanzverbindlichkeiten zum 31.12.2016	11,0	11,0	11,0	11,0
Marktwert Eigenkapital (Minimum)	71,6	68,9	58,4	46,9
Marktwert Eigenkapital (Mittelwert)	**129,9**	**97,5**	**90,7**	**82,8**
Marktwert Eigenkapital (Median)	**96,5**	**87,4**	**74,2**	**76,3**
Marktwert Eigenkapital (Maximum)	226,8	172,4	166,5	144,0

Quelle: Bloomberg, IVA-Analysen

Tabelle 33: Marktwert des Eigenkapitals des Geschäftsbereichs XCOM (EBITDA-Multiplikatoren)

427. Nachfolgend sind die Wertbandbreiten, die sich bei der Ableitung des Marktwertes des Eigenkapitals des Geschäftsbereichs XCOM auf Basis der oben genannten EBITDA-Multiplikatoren ergeben, sowie der Ertragswert des Bereichs XCOM gemäß der Wertermittlung durch die Bewertungsgutachterin, grafisch dargestellt.



Quelle: Bloomberg, IVA-Analysen

Abbildung 14: Bandbreite des Marktwerts des Eigenkapitals im Geschäftsbereich XCOM

428. Der von der Bewertungsgutachterin PwC ermittelte Ertragswert für den Geschäftsbereich XCOM i.H.v. 52 Mio. € liegt unterhalb der Bandbreite des Marktwerts des Eigenkapitals unter Heranziehung der durchschnittlichen EBITDA-Multiplikatoren sowohl nach dem arithmetischen Mittelwert (83 Mio. € bis 130 Mio. €) als auch nach dem Median (74 Mio. € bis 97 Mio. €), jedoch noch innerhalb des unteren Bereichs der Bandbreite aus Minimum- und Maximum-Werten.

429. Wir weisen darauf hin, dass die Bandbreite des Marktwerts des Eigenkapitals für den Geschäftsbereich XCOM vergleichsweise weit ist. Die obere Bandbreite ist insbesondere durch den hohen EBITDA-Multiplikator der Temenos Group AG geprägt, die eine vergleichsweise hohe Gewinnmarge aufweisen. Bei der Beurteilung ist zudem zu berücksichtigen, dass im Geschäftsbereich XCOM ein hoher Anteil des Geschäftsvolumens auf gruppeninternen Leistungen an die biw Bank zurückzuführen ist, das eine im Vergleich zum Markt geringere Wachstumsdynamik aufweist. Im Hinblick auf das (externe) Projektgeschäft ist zu berücksichtigen, dass die FinTech Group AG den Vertrieb für die XCOM übernimmt, so dass insoweit vertriebsseitig zu erzielende Margen nicht von der XCOM vereinnahmt werden.

430. Wir erachten, dass sich der Ertragswert für den Geschäftsbereich XCOM nach Plausibilisierung auf Basis einer Marktbewertung anhand von EBITDA-Multiplikatoren, am unteren Ende einer vertretbaren Bandbreite befindet. Dabei haben wir die eingeschränkte

Vergleichbarkeit der (Peer Group-)Unternehmen gewürdigt, die insbesondere darauf zurückzuführen ist, dass die Entwicklung der XCOM maßgeblich durch gruppeninterne Leistungen geprägt wird und die Gesellschaft vor dem Hintergrund des fehlenden eigenen Vertriebs über eine geringere Wertschöpfungstiefe verfügt.

ii. Geschäftsbereich biw Bank

431. Die nachfolgende Tabelle stellt die KGV-Multiplikatoren für die Vergleichsunternehmen im Geschäftsbereich biw Bank dar:

Geschäftsbereich biw Bank KGV	2016	2017	2018	2019
TD Ameritrade Holding Corp	24,7x	23,3x	19,3x	15,7x
Avanza Bank Holding AB	26,2x	26,1x	23,4x	20,3x
Binckbank BV	73,9x	10,8x	13,8x	11,9x
Comdirect Bank AG	14,8x	12,2x	11,4x	8,0x
E*trade Financial Corp	18,0x	17,8x	15,5x	14,4x
Investment Technology Group	N/A	30,3x	15,2x	11,1x
Minimum	14,8x	10,8x	11,4x	8,0x
Mittelwert	**31,5x**	**20,1x**	**16,4x**	**13,6x**
Median	**24,7x**	**20,6x**	**15,3x**	**13,1x**
Maximum	73,9x	30,3x	23,4x	20,3x

Quelle: Bloomberg, IVA-Analysen

Tabelle 34: Trading Multiples des Geschäftsbereichs biw Bank (KGV-Multiplikatoren)

432. Wir haben die KGV-Multiplikatoren der Gesellschaften, für die negative Ergebnisschätzungen bestehen, jeweils eliminiert, da wir diese für nicht aussagefähig erachten. In negativen Ergebnisschätzungen kann sich nach unserer Einschätzung kein für die Nachhaltigkeit repräsentatives Ergebnisniveau widerspiegeln. Für den arithmetischen Mittelwert ergibt sich für den Zeitraum 2016 bis 2019 ein KGV-Multiplikator in Bandbreite von 13,6x bis 31,5x.

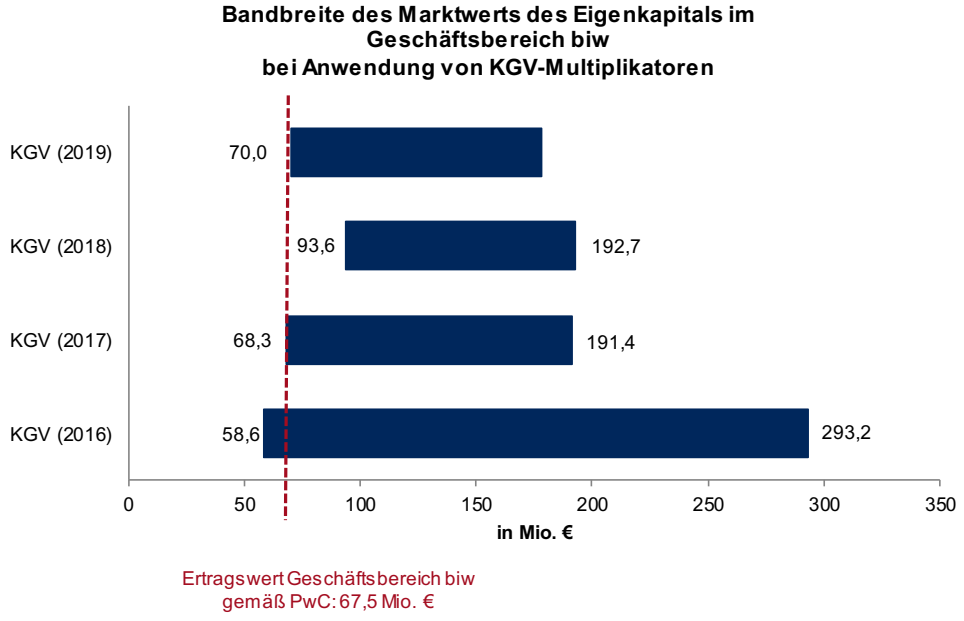
433. In der folgenden Tabelle sind die Bandbreiten für den Marktwert des Eigenkapitals des Geschäftsbereichs biw Bank dargestellt, die sich unter Heranziehung der KGV-Multiplikatoren für die Jahre 2016 bis 2019 ergeben.

Geschäftsbereich biw Bank Marktwert anhand von Multiplikatoren in Mio. €	auf Basis KGV-Multiple 2016	auf Basis KGV-Multiple 2017	auf Basis KGV-Multiple 2018	auf Basis KGV-Multiple 2019
Bezugsgröße des Bewertungsobjektes (EAT)	4,0	6,3	8,2	8,8
Multiplikator (Minimum)	14,8x	10,8x	11,4x	8,0x
Multiplikator (Mittelwert)	**31,5x**	**20,1x**	**16,4x**	**13,6x**
Multiplikator (Median)	**24,7x**	**20,6x**	**15,3x**	**13,1x**
Multiplikator (Maximum)	73,9x	30,3x	23,4x	20,3x
Marktwert Eigenkapital (Minimum)	58,6	68,3	93,6	70,0
Marktwert Eigenkapital (Mittelwert)	**125,0**	**126,8**	**135,1**	**119,2**
Marktwert Eigenkapital (Median)	**98,0**	**129,7**	**126,0**	**115,4**
Marktwert Eigenkapital (Maximum)	293,2	191,4	192,7	178,3

Quelle: Bloomberg, IVA-Analysen

Tabelle 35: Marktwert des Eigenkapitals des Geschäftsbereichs biw Bank (KGV-Multiplikatoren)

434. Nachfolgend sind die Wertbandbreiten, die sich bei der Ableitung des Marktwertes des Eigenkapitals im Geschäftsbereich biw Bank auf Basis der oben genannten Multiplikatoren für die Jahre 2016 bis 2019 ergeben sowie der Ertragswert des Geschäftsbereichs biw Bank grafisch dargestellt.



Quelle: Bloomberg, IVA-Analysen

Abbildung 15: Bandbreite des Marktwerts des Eigenkapitals im Geschäftsbereich biw Bank (KGV-Multiplikatoren)

435. Der von der Bewertungsgutachterin PwC ermittelte Ertragswert für den Geschäftsbereich biw Bank i.H.v. 68 Mio. € liegt unterhalb des Marktwerts des Eigenkapitals unter Heranziehung der durchschnittlichen KGV-Multiplikatoren sowohl nach dem arithmetischen Mittelwert (119 Mio. € bis 135 Mio. €) als auch nach dem Median (98 Mio. € bis 130 Mio. €).

436. Die nachfolgende Tabelle stellt die P/B-Multiplikatoren für die Vergleichsunternehmen im Geschäftsbereich biw Bank dar:

Geschäftsbereich biw Bank P/B-Multiplikator	**2016**
TD Ameritrade Holding Corp	4,2x
Avanza Bank Holding AB	8,1x
Binckbank BV	0,8x
Comdirect Bank AG	2,2x
E*trade Financial Corp	1,5x
Investment Technology Group	1,6x
Minimum	0,8x
Mittelwert	**3,1x**
Median	**1,9x**
Maximum	8,1x

Quelle: Bloomberg, IVA-Analysen

Tabelle 36: Trading Multiples des Geschäftsbereichs biw Bank (P/B-Multiplikatoren)

437. Für den arithmetischen Mittelwert ergibt sich das Jahr 2016 ein P/B-Multiplikator i.H.v. 3,1x der Median liegt bei 1,9x.

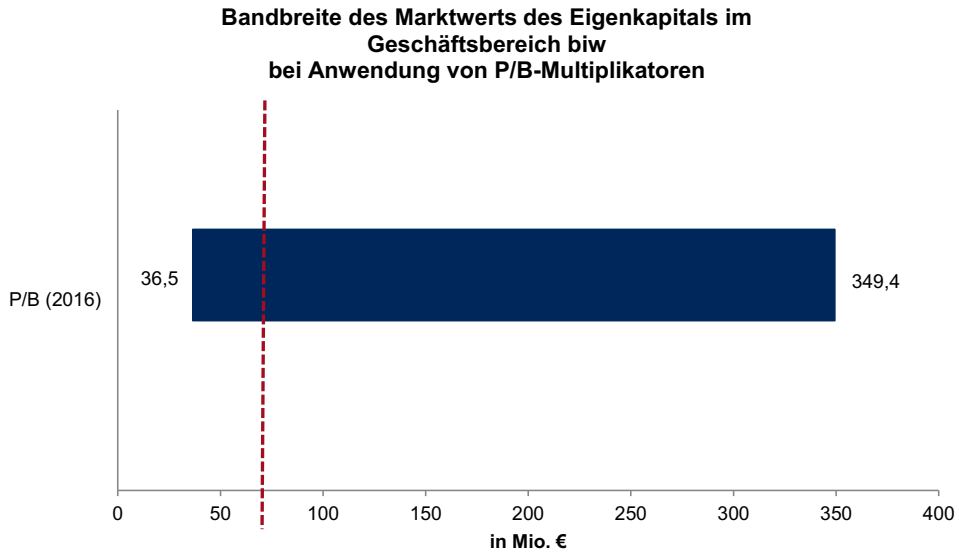
438. In der folgenden Tabelle sind die Bandbreiten für den Marktwert des Eigenkapitals des Geschäftsbereichs biw Bank dargestellt, die sich unter Heranziehung der P/B-Multiplikatoren für das Jahr 2016 ergeben.

Geschäftsbereich biw Bank Marktwert anhand von Multiplikatoren in Mio. €	**auf Basis P/B-Multiple 2016**
Bezugsgröße des Bewertungsobjektes (BW)	43,1
Multiplikator (Minimum)	0,8x
Multiplikator (Mittelwert)	**3,1x**
Multiplikator (Median)	**1,9x**
Multiplikator (Maximum)	8,1x
Marktwert Eigenkapital (Minimum)	36,5
Marktwert Eigenkapital (Mittelwert)	**132,1**
Marktwert Eigenkapital (Median)	**81,0**
Marktwert Eigenkapital (Maximum)	349,4

Quelle: Bloomberg, IVA-Analysen

Tabelle 37: Marktwert des Eigenkapitals des Geschäftsbereichs biw (P/B-Multiplikatoren)

439. Nachfolgend ist die Wertbandbreite, die sich bei der Ableitung des Marktwertes des Eigenkapitals für den Geschäftsbereich biw Bank auf Basis der oben genannten Multiplikatoren für das Jahr 2016 ergeben sowie der Ertragswert des Geschäftsbereichs biw Bank grafisch dargestellt.



Quelle: Bloomberg, IVA-Analysen

Abbildung 16: Bandbreite des Marktwerts des Eigenkapitals im Geschäftsbereich biw Bank (P/B-Multiplikatoren)

440. Wir weisen darauf hin, dass die Bandbreite des Marktwerts des Eigenkapitals für den Geschäftsbereich biw Bank auf Basis von P/B-Multiplikatoren vergleichsweise weit ist. Der von PwC ermittelte Ertragswert für den Geschäftsbereich biw Bank i.H.v. 68 Mio. € liegt im unteren Bereich dieser Bandbreite.

441. Nach unserer Einschätzung lässt sich hieraus gleichwohl nicht darauf schließen, dass der ermittelte Ertragswert unplausibel wäre. Unseres Erachtens spiegelt sich in diesem Ergebnis vielmehr wider, dass in der vorliegenden Konzernstruktur die Kundenbeziehungen nicht originär in Verbindung mit der XCOM-Gruppe selbst stehen. So profitiert der Geschäftsbereich biw Bank insbesondere von den Kundenbeziehungen der flatex GmbH zu rd. 175 Tsd. Privatkunden, so dass wesentliche Teile der im Brokeragegeschäft typischen Wertschöpfungskette außerhalb des hier betrachteten Geschäftsbereichs biw Bank bzw. der XCOM-Gruppe liegen.

b. Transaction Multiples

442. Bei Anwendung von Transaction Multiples ist zu beachten, dass die tatsächlich gezahlten Kaufpreise von der subjektiven Interessenslage der Transaktionspartner geprägt sind, da beispielsweise angenommene Synergieeffekte und subjektive Erwartungshaltungen mit in den Transaktionspreis hineinfließen. Außerdem ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist.

i. Geschäftsbereich XCOM

443. In unseren Analysen haben wir über den Datendienstleister S&P Capital IQ nach vergleichbaren Transaktionen recherchiert. Es wurden die Transaktionen berücksichtigt, die im Zeitraum vom 17. Mai 2016 bis zum Datum der Erstellung des Prüfungsberichts angekündigt oder vollzogen wurden. Weitere Eignungskriterien sind die Vergleichbarkeit des operativen Geschäfts sowie ein Sitz der Gesellschaft in Westeuropa, Nordamerika oder Japan. Bei den dargestellten Zielunternehmen handelt es sich um Softwareunternehmen mit Fokus auf die Finanzdienstleistungsbranche. Auf Basis dieser Kriterien wurden folgende Transaktionen identifiziert:

Datum	Name des Zielunternehmens	Sitzland des Zielunternehmens	Name des Erwerbers	Transaktions-preis ("TP") (Mio. €)	Implied EV / EBITDA-Multiplikator
22.03.2017	Avaloq group AG	Schweiz	Warburg Pincus LLC	280,5	10,5x
19.10.2015	msg life ag	Deutschland	msg systems ag	49,6	6,6x
Mittelwert					**8,5x**
Median					**8,5x**

Quelle: S&P Capital IQ, IVA-Analysen

Tabelle 38: Transaction Multiples des Geschäftsbereichs XCOM (EBITDA-Multiplikatoren)

444. Unsere vergleichende Marktbewertung unter Anwendung von Transaction Multiples bestätigt die Ergebnisse von PwC. Der ermittelte Ertragswert für den Geschäftsbereich XCOM i.H.v. 53 Mio. € und einem impliziten EV/EBITDA-Multiplikator von 7,3x (unter Zugrundelegung des bereinigten EBITDA für das Jahr 2016) liegt im Bereich des arithmetischen Mittelwerts bzw. des Medians der aus den oben dargestellten Transaktionen abgeleiteten EV/EBITDA-Multiplikatoren von 8,5x.

ii. Geschäftsbereich biw Bank

445. Für den Geschäftsbereich biw Bank haben wir über den Datendienstleister S&P Capital IQ nach vergleichbaren Transaktionen recherchiert. Multiplikatoren vergleichbarer Transaktion haben wir in den 12 Monaten vor Erstellung des Prüfungsberichts nicht identifiziert. Daher

haben wir den historischen Betrachtungszeitraum auf Transaktionen ab dem 1. Januar 2014 ausgeweitet. Des Weiteren wurden lediglich Zielunternehmen berücksichtigt, die ihren Sitz in Westeuropa, Nordamerika oder Japan haben.

446. Auf Basis dieser Kriterien wurden folgende Transaktionen identifiziert:

Datum	Name des Zielunter-nehmens	Sitzland des Zielunter-nehmens	Name des Erwerbers	Transaktions-preis (Mio. €)	P/B-Transaktions-multiplikator
23.12.2015	GFI Group Inc.	USA	BGC Partners, L.P.	316,1	4,2x
09.09.2014	GFI Group Inc.	USA	BGC Partners, L.P.	287,8	2,9x
31.07.2014	DAB Bank AG	Deutschland	BNP Paribas Beteiligungsholding AG	353,9	1,7x
Mittelwert					**2,9x**
Median					**2,9x**

Quelle: S&P Capital IQ, IVA-Analysen

Tabelle 39: Transaction Multiples des Geschäftsbereichs biw Bank (P/B-Multiplikatoren)

447. Auf Basis von P/B-Transaktionsmultiplikatoren ermittelt sich ein arithmetisches Mittel bzw. ein Median von 2,9x. Der implizite P/B-Multiplikator der Bewertung von PwC i.H.v. 1,6x liegt unterhalb der Bandbreite der obigen Transaktionsmultiplikatoren. Allerdings war bei der Übernahme der DAB Bank AG im Jahr 2014 ein ähnlicher Multiplikator zu beobachten.

448. In der Gesamtbetrachtung unter Berücksichtigung der Trading Multiples erachten wir, dass der von PwC ermittelte Ertragswert für den Geschäftsbereich biw Bank i.H.v. 68 Mio. € am unteren Rand einer vertretbaren Bandbreite liegt.

c. Fazit

449. Nach unserer Einschätzung zeigt die Plausibilitätsbeurteilung auf Basis einer Marktbewertung anhand von Trading- und Transaction-Multiplikatoren, dass der ermittelte Ertragswert für beide Geschäftsbereiche jeweils am unteren Rand der ermittelten Bandbreite liegt. Gleichwohl lässt sich nicht darauf schließen, dass der ermittelte Ertragswert unplausibel wäre. Unseres Erachtens spiegelt sich in diesem Ergebnis vielmehr wider, dass in der vorliegenden Konzernstruktur die Kundenbeziehungen nicht originär in Verbindung mit der XCOM-Gruppe selbst stehen, sondern zu anderen Gruppenunternehmen bestehen, so dass Teile der Wertschöpfungskette außerhalb der hier betrachteten XCOM-Gruppe liegen.

VI. Sensitivitätsanalysen

450. Ergänzend haben wir Sensitivitätsanalysen durchgeführt, um den Einfluss der Veränderung von bestimmten Bewertungsparametern auf den Unternehmenswert je Aktie der XCOM AG zu veranschaulichen. Als Parameter haben wir den Basiszinssatz, die Marktrisikoprämie und den Betafaktor herangezogen.

Basiszinssatz

451. Die im historischen Vergleich derzeit niedrigen Renditen deutscher Staatsanleihen führen zu entsprechend niedrigen Basiszinssätzen. Aufgrund der derzeit dynamischen Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der damit verbundenen Auswirkungen auf die Zinskonditionen kann nicht ausgeschlossen werden, dass in dem Zeitraum zwischen dem Abschluss unserer Prüfungstätigkeiten und dem Tag der beschlussfassenden ordentlichen Hauptversammlung, der Stichtag für die Bewertung ist, die Verwendung eines abweichenden Basiszinssatzes nach den anzuwendenden Bewertungsgrundsätzen erforderlich ist. Infolge dieser Unsicherheiten stellen wir im Folgenden dar, welche Auswirkungen sich bei einer Variation des Basiszinssatzes auf den Wert je Aktie ergeben. Dabei wurde vereinfachend unterstellt, dass alle sonstigen Bewertungsparameter und Vorgehensweisen unverändert bleiben.

452. Bei Variation des Basiszinssatzes ergeben sich folgende Unternehmenswerte je Aktie:

XCOM AG	
Basiszinssatz	**Wert je Aktie in €**
1,00%	225,41
1,25%	218,86
1,50%	212,65

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 40: Wert je Aktie bei Veränderung des Basiszinssatzes

Marktrisikoprämie

453. Wir haben ergänzend eine Sensitivitätsrechnung dahingehend durchgeführt, dass wir die Marktrisikoprämie entsprechend der Empfehlung des FAUB alternativ am unteren bzw. am oberen Ende der bisher empfohlenen Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 % (nach persönlicher Einkommensteuer) ansetzen.

454. Bei einer Variation der Marktrisikoprämie im vorgenannten Sinne wäre bei einem Bewertungskalkül mit unmittelbarer Typisierung nachfolgend dargestellter Unternehmenswert je Aktie rechnerisch ableitbar.

XCOM AG	
Marktrisikoprämie	**Wert je Aktie in €**
5,00%	245,50
5,50%	218,86
6,00%	196,90

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 41: Wert je Aktie bei Veränderung der Marktrisikoprämie

Betafaktor

455. Wir haben ergänzend eine weitere Sensitivitätsrechnung durchgeführt, in der wir ausgehend von dem zugrunde gelegten Betafaktor von 1,2 für den Geschäftsbereich XCOM und 1,4 für den Geschäftsbereich biw Bank den Einfluss einer Variation von jeweils +/- 0,1 im Betafaktor auf den Ertragswert der beiden Geschäftsbereiche und davon ausgehend auf den Wert je Aktie der XCOM AG analysiert haben.

456. Bei einer Variation des Betafaktors von +/- 0,1 für den Geschäftsbereich XCOM ergeben sich nach unseren Analysen c.p. folgende Unternehmenswerte je Aktie für die XCOM AG:

XCOM AG	
(unverschuldeter) Betafaktor Geschäftsbereich XCOM	**Wert je Aktie in €**
1,1	240,73
1,2	218,86
1,3	200,25

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 42: Wert je Aktie bei Veränderung des (unverschuldeten) Betafaktors für den Geschäftsbereich XCOM

457. Bei einer Variation des Betafaktors von +/- 0,1 für den Geschäftsbereich biw Bank ergeben sich nach unseren Analysen c.p. folgende Unternehmenswerte je Aktie für die XCOM AG:

XCOM AG (verschuldeter) Betafaktor Geschäftsbereich biw Bank	Wert je Aktie in €
1,3	231,62
1,4	218,86
1,5	207,93

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 43: Wert je Aktie bei Veränderung des (verschuldeten) Betafaktors für den Geschäftsbereich biw Bank

F. ABLEITUNG DER BARABFINDUNG

458. Die Hauptaktionärin hat am 19. Mai 2017 die Barabfindung, die den Minderheitsaktionären für die Übertragung ihrer Aktien angeboten wird, auf 218,86 € je Aktie festgelegt.

459. Der durch PwC mittels Ertragswertverfahren abgeleitete Unternehmenswert der XCOM AG auf den 3. Juli 2017 beträgt 121,4 Mio. €. Hieraus resultiert ein rechnerischer Wert von 218,86 € je Aktie.

460. Da die XCOM AG nicht börsennotiert ist und die Aktien darüber hinaus auch nicht zum Handel im Freiverkehr einbezogen sind, war die Ermittlung eines Börsenkurses nicht möglich.

461. Im Ergebnis stellen wir daher fest, dass die von der FinTech Group AG festgelegte Barabfindung in Höhe von 218,86 € je Aktie angemessen ist.

462. Unserer Prüfung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung liegen die uns bis zum Abschluss unserer Prüfung zur Verfügung gestellten Informationen zugrunde. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der Hauptversammlung der XCOM AG am 3. Juli 2017, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der XCOM AG beschließt, wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswertes der XCOM AG ergeben, wären diese bei der Barabfindung ergänzend zu berücksichtigen.

G. ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG

463. Mit Beschluss vom 5. April 2017 hat uns die 3. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf zum sachverständigen Prüfer des im Rahmen der beabsichtigten Verschmelzung abzuschließenden Verschmelzungsvertrags sowie zum sachverständigen Prüfer zur Ermittlung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt.

464. Durch unsere Prüfungen gelangen wir zu dem Ergebnis, dass der Entwurf des Verschmelzungsvertrags vom 19. Mai 2017 die im Sinne der §§ 5, 62 UmwG vorgeschriebenen Angaben vollständig und richtig enthält und somit den gesetzlichen Vorgaben entspricht. Im Hinblick auf unsere Verschmelzungsprüfung sind uns keine Anhaltspunkte bekannt geworden, die gegen eine Rechtmäßigkeit der Angaben im Verschmelzungsvertrag sprechen.

465. Da im vorliegenden Fall ein umwandlungsrechtlicher Squeeze-Out gemäß § 62 Abs. 1, Abs. 5 UmwG vorliegt, entfällt im Verschmelzungsvertrag die Angabe des Umtauschverhältnisses im Sinne des § 5 Abs. 2 UmwG.

466. Wir erteilen analog zu § 12 UmwG die abschließende Erklärung zur Verschmelzungsprüfung, dass die im Verschmelzungsvertrag enthaltenen gesetzlichen Mindestangaben einschließlich enthaltener fakultativer Angaben vollständig und richtig sind.

467. Als gerichtlich bestellte Prüferin haben wir zudem die Angemessenheit der von der FinTech Group AG, Frankfurt am Main, als Hauptaktionärin festgesetzten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der XCOM AG, Willich, geprüft.

468. Wir geben gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e AktG folgende abschließende Erklärung ab:

> „Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der XCOM Aktiengesellschaft, Willich, in Höhe von 218,86 € je Aktie angemessen."

469. Wir erstatten diesen Bericht auf der Grundlage der uns vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte nach bestem Wissen und Gewissen unter Beachtung der Berufsgrundsätze, die in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüferordnung niedergelegt sind.

Frankfurt am Main, den 19. Mai 2017

IVA VALUATION & ADVISORY AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Creutzmann[1]
Wirtschaftsprüfer

Dr. Stellbrink[1]
Wirtschaftsprüfer

IVA VALUATION & ADVISORY AG WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT WIRTSCHAFTS-PRÜFUNGS-GESELLSCHAFT SIEGEL FRANKFURT AM MAIN

[1] Certified Valuation Analyst

ANLAGE 1

Beschluss der 3. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf vom 5. April 2017 über die Bestellung der IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, zum sachverständigen Prüfer zur Prüfung des im Rahmen der beabsichtigen Verschmelzung abzuschließenden Verschmelzungsvertrags (Verschmelzungsprüfer) sowie zur Ermittlung der Angemessenheit der Barabfindung (Angemessenheitsprüfer)

Beglaubigte Abschrift

33 O 42/17 [AktE]

Landgericht Düsseldorf

Beschluss

In dem Verfahren nach dem Umwandlungsgesetz und dem Aktienrecht

zurn Prüfung der Verschmelzung der XCOM AG auf die FinTech Group AG

an dem beteiligt sind:

1. XCOM Aktiengesellschaft, vertreten durch den Vorstand, dieser vertreten durch Bernd Würfel, Dr. Benon Janos, Sascha Bochartz und Niklas Helmrich, Allee 8, 47877 Willich,
2. FinTech Group AG, vertreten durch den Vorstand, dieser vertreten durch Frank Niehage und Muhamad Said Chahrour, Rotfelder-Ring 7, 60327 Frankfurt,

Antragstellerinnen,

hat die 3. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf
am 05.04.2017
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Bronczek

beschlossen:

Auf den gemeinsamen Antrag der Antragsteller zu 1) und 2)

wird zum sachverständigen Prüfer (Verschmelungsprüfer) zur Prüfung des im Rahmen der beabsichtigten Verschmelzung der Antragstellerin zu 1) auf die Antragstellerin zu 2) abzuschließenden Verschmelzungsvertrages

sowie auf Antrag der Antragstellerin zu 2)

wird zum sachverständigen Prüfer (Angemessenheitsprüfer) zur Ermittlung der Angemessenheit der Barabfindung (§ 327a AktG) gemäß § 327 c II AktG auf Grund des Ausschlusses die Minderheitsaktionäre der Antragstellerin zu 1) als Folge der der Übertragung ihrer Aktien auf die Antragstellerin zu 2)

bestellt:

IVA Valutation Advisory AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft,
Theodor-Heuss-Allee 112,
60486 Frankfurt am Main

Die Kosten des Verfahrens tragen die Antragstellerinnen.

Der Geschäftswert wird für jede Antragstellerin auf 50.000 € festgesetzt.

G r ü n d e:

Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft erfüllt nach der dem Gericht gegenüber abgegebenen Erklärung vom 26. April 2012 die Bedingungen des § 11 UmwG und ist insbesondere nicht nach § 319 Abs. 2 und 3 HGB von der Prüfertätigkeit ausgeschlossen.

Von jeglichen weiteren den sachverständigen Prüfer anleitenden oder ein möglicherweise folgendes Spruchverfahren bereits fördernden Anordnungen wird abgesehen (vgl. OLG Düsseldorf - I-26 W 13/15 [AktE] – Beschluss vom 24. September 2015).

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen die Entscheidung besteht die Möglichkeit der Beschwerde. Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt werden. Die Beschwerde ist binnen einer Frist von einem Monat bei dem Landgericht Düsseldorf (Werdener Straße 1, 40227 Düsseldorf oder Postfach 103461, 40025 Düsseldorf) einzulegen. Die Frist beginnt jeweils mit

der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses an die Beteiligten. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass des Beschlusses. Die Beschwerde ist bei dem Gericht einzulegen, dessen Beschluss angefochten wird. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird und soll begründet werden.

Der Vorsitzende

Bronczek

Beglaubigt

Uschmantat
Justizbeschäftigte

LANDGERICHT 149 DÜSSELDORF

ANLAGE 2

Entwurf des Verschmelzungsvertrages vom 19. Mai 2017

Nr. _____ der Urkunderolle für 2017

No. _____ of the Roll of Deeds for 2017

Verhandelt

Recorded

Am [•] in Frankfurt am Main

on [•] in Frankfurt am Main

vor dem unterzeichnenden Notar

before me, the undersigned notary

Dr. Dirk Stiller

mit dem Amtssitz in Frankfurt am Main

with official seat in Frankfurt am Main

1. [•], geboren am [•], geschäftsansässig c/o PricewaterhouseCoopers Legal AG Rechtsanwaltsgesellschaft, Friedrich-Ebert-Anlage 35-37, 60327 Frankfurt am Main, dem Notar von Person bekannt,

   auf Grundlage einer Vollmacht vom [•], die dem Notar im Original vorgelegen hat und deren anliegende Kopie hiermit beglaubigt wird;

   für die **FinTech Group AG,** eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, mit Sitz in Frankfurt am Main und

1. [•], born on [•] with business address at c/o PricewaterhouseCoopers Legal AG Rechtsanwaltsgesellschaft, Friedrich-Ebert-Anlage 35-37, 60327 Frankfurt am Main, who is personally known by the notary,,

   based upon a power of attorney dated 29 March 2017, which was presented in its original to the notary and the attached copy of which is hereby certified;

   for **FinTech Group AG**, a stock corporation (*Aktiengesellschaft*) organized under German law, with registered office in

Geschäftsanschrift Rotfeder-Ring 5, 60327 Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 103516;

Frankfurt am Main and registered address at Rotfeder-Ring 5, 60327 Frankfurt am Main, Germany, registered with the commercial register of the local court of Frankfurt am Main under HRB 103516; as well as

2. [•], geboren am [•], geschäftsansässig c/o PricewaterhouseCoopers Legal AG Rechtsanwaltsgesellschaft, Friedrich-Ebert-Anlage 35-37, 60327 Frankfurt am Main, dem Notar von Person bekannt,

2. [•], born on [•] with business address at c/o PricewaterhouseCoopers Legal AG Rechtsanwaltsgesellschaft, Friedrich-Ebert-Anlage 35-37, 60327 Frankfurt am Main, who is personally known by the notary,,

auf Grundlage einer Vollmacht vom [•], die dem Notar im Original vorgelegen hat und deren anliegende Kopie hiermit beglaubigt wird;

based upon a power of attorney dated 29 March 2017, which was presented in its original to the notary and the attached copy of which is hereby certified;

für die **XCOM Aktiengesellschaft**, eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, mit Sitz in Willich und Geschäftsanschrift Allee 8, 47877 Willich, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Krefeld unter HRB 10340.

for **XCOM Aktiengesellschaft**, a stock corporation (*Aktiengesellschaft*) organized under German law, with registered office in Willich and registered address at Allee 8, 47877 Willich, Germany, registered with the commercial register of the local court of Krefeld under HRB 10340;

Der amtierende Notar und die Erschienenen sind hinreichend der deutschen/englischen Sprache mächtig. Auf Wunsch der Urkundsbeteiligten erfolgte die Beurkundung in deutscher Sprache mit englischer Übersetzung, wobei nur der deutsche Text verbindlich sein soll.

The acting notary and the persons appearing have sufficient knowledge of the German/English language. At the request of the participating parties, the recording was done in the German language with an English translation; only the German language shall be binding.

Die Frage einer außernotariellen Vorbefassung im Sinne von § 3 Abs. 1 Nr. 7 BeurkG wurde erörtert. Es wurde festgestellt, dass die hier vertretenen Parteien von Anwälten und/oder Steuerberatern und/oder Wirtschaftsprüfern der PricewaterhouseCoopers Legal AG Rechtsanwaltsgesellschaft und/oder der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, mit denen sich der Notar zur gemeinsamen Berufsausübung verbunden hat, im Zusammenhang mit den nachfolgend beurkundeten Rechtsakten beraten wurden. Diese Beauftragung erfolgte jedoch im Auftrag aller an der Urkunde Beteiligten.

The question of an unlawful prior involvement within the meaning of § 3 (1) no. 7 German Notarization Act (BeurkG) has been discussed. It was found that the represented companies have been advised in relation to the legal acts hereinafter notarized by lawyers and/or tax advisors and/or auditors of PricewaterhouseCoopers Legal AG Rechtsanwaltsgesellschaft and/or PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft with whom the notary is associated for mutual exercise of occupation. However, the consulting order has been made on behalf of all parties involved in this deed.

Die Erschienenen baten um Beurkundung des Folgenden:

The persons appearing requested the notarization of the following:

A.
Verschmelzungsvertrag / Merger Agreement

zwischen / between

der **FinTech Group AG** mit Sitz in Frankfurt am Main und Geschäftsanschrift Rotfeder-Ring 5, 60327 Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 103516 (nachfolgend „**FinTech**“)

FinTech Group AG, a stock corporation (*Aktiengesellschaft*) organized under German law, with registered office in Frankfurt am Main and registered address at Rotfeder-Ring 5, 60327 Frankfurt am Main, Germany, registered with the commercial register of the local court of Frankfurt am Main under HRB 103516;

und / and

der **XCOM Aktiengesellschaft** mit Sitz in Willich und Geschäftsanschrift Allee 8, 47877 Willich, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Krefeld unter HRB 10340 (nachfolgend „**XCOM**“);

XCOM Aktiengesellschaft, a stock corporation (*Aktiengesellschaft*) organized under German law, with registered office in Willich and registered address at Allee 8, 47877 Willich, Germany, registered with the commercial register of the local court of Krefeld under HRB 10340 (hereafter “**XCOM**”);

(**FinTech** und **XCOM** nachfolgend auch die „**Parteien**“ und einzeln „**Partei**“).

(**FinTech** and **XCOM** hereinafter the „**Parties**“ and each a „**Party**“).

I.
Präambel

A. Die FinTech ist eine im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 103516 eingetragene börsennotierte Aktiengesellschaft deutschen Rechts mit Sitz in Frankfurt am Main, deren Aktien im Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse (WKN FTG111, ISIN DE 000FTG1111) gelistet sind, wo sie im elektronischen Handelssystem XETRA und auf dem Parkett gehandelt werden. Darüber hinaus werden sie - nach Kenntnis der Parteien - im Freiverkehr an den Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München, Stuttgart und im Tradegate Exchange gehandelt. Das im Handelsregister eingetragene Grundkapital der FinTech beträgt EUR 16.810.876,00 und ist eingeteilt in 16.810.876 nennwertlose auf den Namen lautende Stückaktien. Das Geschäftsjahr der

I.
Preamble

A. FinTech is a listed stock corporation under German law registered with the commercial register of the local court of Frankfurt on Maine under HRB 103516 with seat in Frankfurt on Maine the shares of which are listed in the Open Market of the Frankfurt Stock Exchange (WKN FTG111, ISIN DE 000FTG1111), where they can be traded in the electronic trading system XETRA and on the trading floow. Furthermore, the shares are – to the knowledge of the Parties – traded in over-the-counter trading at the Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München, Stuttgart und im Tradegate Exchange. The registered . The share capital in FinTech registered with the commercial register amounts to EUR 16,810,876.00 and is subdivided into 16,810,876 no-par-value registered shares. The business year of FinTech corresponds to the calendar year.

FinTech ist das Kalenderjahr.

B. Die XCOM ist eine im Handelsregister des Amtsgerichts Krefeld unter HRB 10340 eingetragene Aktiengesellschaft deutschen Rechts mit Sitz in Willich, deren Aktien weder zum Handel am regulierten Markt einer Börse zugelassen, noch im Freiverkehr an einer Börse gehandelt werden. Das im Handelsregister eingetragene Grundkapital der XCOM beträgt EUR 627.680,85 und ist in 567.603 auf den Namen lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,1058448423 („**XCOM-Aktien**“) eingeteilt. Das Geschäftsjahr der XCOM ist das Kalenderjahr.

B. XCOM is a stock corporation under German law registered with the commercial register of the local court of Krefeld under HRB 10340 with seat in Willich, the shares of which are not admitted to the regulated market of a stock exchange or traded over-the-counter at a stock exchange. The share capital in XCOM registered wit the commercial register amounts to EUR 627,680.85 and is subdivided into 567.603 registered shares with no par value and with a calculated proportion of the capital stock of EUR 1.1058448423 each ("**XCOM Shares**"). The business year of XCOM corresponds to the calendar year.

C. Die FinTech hält derzeit unmittelbar 548.124 der insgesamt 567.603 XCOM-Aktien. Dies entspricht einer gegenwärtigen Beteiligung am Grundkapital der XCOM von ca. 96,57 %. Die FinTech ist damit Hauptaktionärin im Sinne des § 62 Abs. 5 UmwG.

C. FinTech currently directly holds 548,124 of the 567.603 XCOM Shares. This corresponds to a current shareholding in XCOM of approx. 96.57 %. Thus, FinTech is the principal shareholder within the meaning of Sec. 62 Abs. 5 UmwG.

D. Zur Vereinfachung der Konzernstruktur beabsichtigen die FinTech und die XCOM nunmehr, das Vermögen der XCOM als Ganzes im Wege der Verschmelzung durch Aufnahme auf die FinTech als übernehmende Gesellschaft zu übertragen. Im Zusammenhang mit der Verschmelzung soll ein Ausschluss der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der übertragenden XCOM im Sinne von § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG, § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG erfolgen. Es ist daher geplant, dass die Hauptversammlung der XCOM zu diesem Zweck innerhalb von drei Monaten nach Abschluss dieses Verschmelzungsvertrags über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die FinTech gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen wird.

D. For the purpose of simplifying the corporate structure, FinTech intends to merge XCOM with and into FinTech as surviving entity In connection with such merger, it is proposed to exclude the minority shareholders of XCOM pursuant to Sec. 62 para. 5 sentece 1 of the German Reorganisation Act (UmwG) in connection with Secs. 327a et seq. of the German Stock Corporation Act (AktG). It is therefore proposed that the general meeting of XCOM resolve within three months of the conclusion of this merger agreement on the transfer of the shares of the minority shareholders to FinTech against payment of an adaequate cash compensation.

E. Die Verschmelzung soll erst wirksam werden, wenn auch der Ausschluss der Minderheitsaktionäre im Rahmen des Squeeze-out-Verfahrens wirksam wird. Daher soll der Verschmelzungsvertrag unter der aufschiebenden Bedingung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre

E. The merger shall only become effective simultaneously with the effectiveness of the squeeze-out of the minority shareholders. Thus, the merger agreement shall be concluded under the condition precedent that the squeeze-out of the minority shareholders becomes effective. Furthermore, the squeeze-out of the

geschlossen werden. Zugleich wird auch der Ausschluss der Minderheitsaktionäre der XCOM nur gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister der FinTech wirksam. Da die FinTech folglich mit Wirksamwerden der Verschmelzung alleinige Aktionärin der XCOM ist, unterbleibt eine Gewährung von Anteilen an der FinTech an die Anteilsinhaber der übertragenden Gesellschaft. Eine Kapitalerhöhung der FinTech zur Durchführung der Verschmelzung findet nicht statt.

minority shareholders of XCOM shall become effective simultaneously with the registration of the merger with the commercial register of FinTech. Since FinTech will be the sole shareholder of XCOM upon effectiveness of the merger, no shares in FinTech shall be issued to the shareholders of the transferring entity. No capital increase of FinTech will be effected in order to implement the merger.

DIES VORAUSGESCHICKT, vereinbaren die Parteien was folgt:

NOW THEREFORE, the Parties agree as follows:

§ 1

Vermögensübertragung

1.1 Die XCOM überträgt ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung gemäß § 2 Nr. 1, §§ 60 ff. UmwG auf die FinTech im Wege der Verschmelzung durch Aufnahme.

1.2 Der Verschmelzung wird – vorbehaltlich § 8 dieses Verschmelzungsvertrags - die geprüfte und mit dem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf versehene Bilanz der XCOM zum 31. Dezember 2016 als Schlussbilanz i.S.v. § 17 Abs. 2 UmwG zugrunde gelegt.

§ 1

Transfer of assets

1.1 XCOM transfers all of its assets as a whole including all rights and obligations by dissolution without liquidation pursuant to Secs. 2 No. 1 in conjunction with 60 et seq. UmwG to FinTech by way of a merger by absorption.

1.2 The balance sheet of XCOM as of 31 December 2016, audited and issued with an unqualified auditors' opinion of BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, will be considered as closing balance sheet of the merger within the meaning of Sec. 17 para. 2 UmwG.

§ 2

Ausschluss der Minderheitsaktionäre

2.1 Im Zusammenhang mit der Verschmelzung der XCOM auf die FinTech soll ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre der XCOM gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327a - § 327f AktG erfolgen. Ausweislich der dieser Urkunde als **Anlage 2.1** in Kopie beigefügten Depotbestätigung der COMMERZBANK Aktiengesellschaft vom 15. Mai 2017 hält die FinTech zum heutigen Tag unmittelbar 548.124 auf den Namen lautende Stückaktien der XCOM. Das entspricht ca. 96,57 % des Grundkapitals der XCOM. Die FinTech ist damit Hauptaktionärin im Sinne von § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG.

2.2 Es ist beabsichtigt, dass die Hauptversammlung der XCOM innerhalb von drei Monaten nach Abschluss dieses Vertrages einen Beschluss nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG („**Übertragungsbeschluss**") über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der XCOM auf die FinTech als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer von der FinTech zu zahlenden angemessenen, in dem Übertragungsbeschluss betragsmäßig zu bestimmenden Barabfindung fasst. Die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der XCOM ist mit dem Vermerk zu versehen, dass dieser erst

§ 2

Squeeze-out of minority shareholders

2.1 In conjunction with the merger of XCOM into FinTech the minority shareholders of XCOM shall be squeezed out pursuant to Sec. 62 para. 5 UmwG in connection with Sec. 327a - § 327f AktG. Pursuant to the stock confirmation of COMMERZBANK Aktiengesellschaft as of 15 May 2017 a copy of which is attached hereto as **Exhibit 2.1** FinTech holds as of today directly holds 548,124 no-par value registered shares in XCOM. This corresponds to approx.. 96.57% of the share capital in XCOM. FinTech is thus principal shareholder within the meaning of Sec. 62 para. 5 sentence 1 UmwG.

2.2 It is intended that within three months as of conclusion of this agreement the general meeting of XCOM pass a resolution pursuant to Sec. 62 para. 5 sentece 1 UmwG in connection with Sec. 327a para. 1 sentence 1 AktG ("**Transfer Resolution**") on the transfer of the shares of the minority shareholders of XCOM to FinTech as principal shareholder against payment of an adaequate cash compensation to be determined in the Transfer Resolution. The registration of the Transfer Resolution with the commercial register of XCOM shall be marked with the note that such resolution will become effective simultaneously with the registration of the merger with the

gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister der FinTech wirksam wird (§ 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG).

commercial register of FinTech (Sec. 62 para. 5 sentence 7 UmwG).

§ 3
Gegenleistung

3.1 Die FinTech als übernehmende Gesellschaft ist im Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Verschmelzung alleinige Aktionärin der XCOM. Dies ist durch die aufschiebende Bedingung für die Wirksamkeit dieses Vertrages in § 9 und die gesetzliche Bestimmung in § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG sichergestellt. Die Verschmelzung findet daher gemäß § 68 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 UmwG ohne Kapitalerhöhung bei der FinTech statt.

3.2 Eine Gegenleistung wird somit nicht gewährt. Die Gewährung einer Gegenleistung ist nicht erforderlich, da die FinTech als übernehmende Gesellschaft bei Wirksamwerden der Verschmelzung sämtliche Aktien an der XCOM hält. Die in § 5 Abs. 1 Nr. 2 bis 5 UmwG vorgesehenen Angaben zum Umtausch der Anteile entfallen demnach gemäß § 5 Abs. 2 UmwG.

3.3 Rein vorsorglich erklärt die übernehmende Gesellschaft FinTech als bei Wirksamwerden der Verschmelzung alleinige Aktionärin der übertragenden Gesellschaft den Verzicht auf ein Barabfindungsangebot im Verschmelzungsvertrag (§ 29 UmwG).

§ 3
Consideration

3.1 FinTech as acquiring entity is at the point in time of the effectiveness of of the merger the sole shareholder of XCOM. This is secured through the condition precedent for the effectiveness of this agreement in Sec. 9 and pursuant to the statutory regulation of Sec. 61 para. 5 sentence 7 UmwG. The merger is thus implemented pursuant to Sec. 96 para. 1 sentence 1 no. 1 UmwG without capital increase of FinTech.

3.2 A consideration is therefore not granted. The granting of a consideration is not required since FinTech as acquiring entity holds at the time of the effectiveness of the merger all shares in XCOM. The explanations relating to the exchange of shares stipulated in Secs. 5 para. 1 Nos. 2 through 5 UmwG are not required.

3.3 For the sake of precaution FinTech as acquiring entity, being at effectiveness of the merger the sole shareholder of the transferring entity, waives to be offered compensation in cash in the merger agreement (Sec. 29 UmwG).

§ 4
Verschmelzungsstichtag

Die Übertragung des Vermögens der XCOM erfolgt im Innenverhältnis mit Wirkung zum Ablauf des 31. Dezember 2016, 24:00 Uhr. Vom 1. Januar 2017, 00:00 Uhr an gelten alle Handlungen und Geschäfte der XCOM als für Rechnung der FinTech vorgenommen (Verschmelzungsstichtag).

§ 4
Effective merger date

As between the parties, the transfer of the assets of XCOM is effective as from 31 December 2016, 12.00 pm. As from 1 January 2017, 00:00 am. all actions and business activities of XCOM are regarded as taken on behalf of FinTech (effective merger date).

§ 5
Mitgliedschaft bei dem übernehmenden Rechtsträger

Mitgliedschaftsrechte werden nicht gewährt.

§ 5
Membership in the acquiring entity

Membership rights are not granted.

§ 6

Keine besonderen Rechte und Vorteile

6.1 Vorbehaltlich des in § 2 dieses Vertrages genannten Sachverhalts werden keine Rechte i.S.v. § 5 Abs. 1 Nr. 7 UmwG für einzelne Aktionäre oder für Inhaber besonderer Rechte oder Vorteile gewährt. Es sind auch keine Maßnahmen im Sinne der vorgenannten Vorschrift für solche Personen vorgesehen.

6.2 Weder einem Mitglied der Vertretungsorgane, der Aufsichtsorgane der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger, einem Abschlussprüfer, noch einem Verschmelzungsprüfer oder einer sonstigen in § 5 Abs. 1 Nr. 8 UmwG genannten Person werden besondere Vorteile im Sinne der vorgenannten Vorschrift gewährt.

6.3 Die Vertretungsorgane der FinTech als übernehmendem Rechtsträger ändern sich nicht, insbesondere wird kein Vorstand der XCOM anlässlich der Verschmelzung zum Mitglied des Vorstands der FinTech bestellt. Mit dem Wirksamwerden der Verschmelzung enden die Organstellung des Aufsichtsrats und des Vorstands der XCOM und die Mandate seiner Mitglieder. Es wird keine Abfindung an die derzeitigen Mitglieder des Aufsichtsrats und des Vorstands der XCOM gezahlt.

6.4 Die Firma der übernehmenden FinTech wird ohne Änderung fortgeführt.

§ 6

No specific rights and advantages

6.1 Notwithstanding the circumstances stated in Sec. 2 of this agreement no rights within the meaning of Sec. 5 para. 1 No. 7 UmwG for individual shareholders or for the holders of certain rights or benefits are granted. No measures within the meaning of the aforementioned provision are provided for such persons.

6.2 Neither a member of the representative bodies and supervisory bodies of the parties to the merger, a managing partner, a statutory auditor, nor a merger auditor is granted specific advantages within the meaning of Sec. 5 para. 1 No. 8 UmwG.

6.3 The representative organs of FinTech as acquiring shareholder are not changes, in particular no member of the managing board of XCOM will be appointed as member of the managing board of FinTech. Upon effectiveness of the merger the position of the supervisiory board and of the management board as well as the mandates of their members will end. No compensation wll be paid to the current members of the supervisory board and of the management board of XCOM.

6.4 The corporate name of the assuming FinTech AG will not change.

§ 7

Folgen der Verschmelzung für die Arbeitnehmer sowie die insoweit vorgesehenen Maßnahmen

7.1 Die FinTech beschäftigt insgesamt 95 Mitarbeiter an den Standorten Willich, Andernach, Berlin, Zwickau, Kulmbach und Frankfurt am Main. Ein Betriebsrat wurde bei der FinTech nicht gebildet. Die Zuleitung des Entwurfs dieses Verschmelzungsvertrages an den Betriebsrat entfällt daher.

7.2 Für die Arbeitnehmer der FinTech hat die Verschmelzung keine Folgen.

7.3 Die XCOM beschäftigt insgesamt 179

§ 7

Consequences of the merger for the employees as well as the proposed actions in this respect

7.1 FinTech employs 95 employees at the locations Willich, Andernach, Berlin, Zwickau, Kulmbach and Frankfurt am Main. A works council has not been established at FinTech. Therfore, the submission of the draft merger agreement to the works council is not applicable.

7.2 The merger will have no consequence whatsoever for the employees of FinTech.

7.3 XCOM employs 179 employees at the

Mitarbeiter an den Standorten Willich, Düsseldorf, Andernach, Berlin, Zwickau und Frankfurt am Main. Ein Betriebsrat besteht bei der XCOM nicht. Die Zuleitung des Entwurfs dieses Verschmelzungsvertrages an den Betriebsrat entfällt daher.

locations Willich, Dusseldorf, Andernach, Berlin, Zwickau and Frankfurt on Maine. A works council does not exist at XCOM. Therfore, the submission of the draft merger agreement to the works council is not applicable.

7.4 Die Verschmelzung der XCOM auf die FinTech führt zum Übergang sämtlicher Rechte und Pflichten der Arbeitnehmer der XCOM im Wege der Gesamtrechtsnachfolge auf die FinTech. Auf den Übergang findet § 613a Abs. 1, 4 und 5 BGB Anwendung (§ 324 UmwG). Damit hat die Verschmelzung weder individual-arbeitsrechtliche noch kollektivrechtliche Nachteile für die Arbeitnehmer der übertragenden XCOM.

7.4 The merger of XCOM into FinTech does result in a transfer of all of the rights and obligations arising from the employment relationships of the employees of XCOM to FinTech by way of universial succession. Sec. 613 a paras. 1, 4 and 5 of the German Civil Code applies accordingly (Sec. 324 German Transformation Act). Therefore, the merger does not have any disadvantages for the employees of the transferring entity XCOM with respect to individual or collective employment law aspects.

7.5 Die bei der XCOM bestehenden Arbeitsverhältnisse werden von der FinTech unverändert fortgeführt. Die Arbeitnehmer können dem Übergang ihrer Arbeitsverhältnisse nicht widersprechen, da die XCOM mit Wirksamwerden der Verschmelzung erlischt.

7.5 The employment agreements entered into by XCOM will be continued unchanged with FinTech. The employees cannot object to the transfer of their employment relationships because XCOM will be liquidated as soon as the merger takes effect.

7.6 Betriebsvereinbarungen oder tarifliche Bindungen bestehen bei der XCOM nicht. Ebenso bestehen keine Betriebsvereinbarungen oder tarifliche Bindungen auf Ebene der FinTech.

7.6 There are neither collective bargaining agreements nor tariff commitments with regard to XCOM. Further there are neither collective bargaining agreements nor tariff commitments in place at XCOM AG.

7.7 Es sind keine weiteren Maßnahmen mit Auswirkungen auf die Arbeitnehmer vorgesehen.

7.7 Further measures having effect on the employees are not intended.

§ 8

Stichtagsänderung

Falls die Verschmelzung nicht bis zum Ablauf des 31. Januar 2018 durch Eintragung in das Handelsregister der FinTech als übernehmender Gesellschaft wirksam geworden ist, wird der Verschmelzung abweichend von § 1 Abs. 2 dieses Vertrags die Bilanz der XCOM als übertragender Gesellschaft zum Stichtag 31. Dezember 2017 als Schlussbilanz zugrunde gelegt und wird der Verschmelzungsstichtag abweichend von § 4 dieses Vertrags auf den Beginn des 1. Januar 2018 verschoben. Bei einer weiteren Verzögerung des Wirksamwerdens der Verschmelzung über den 31. Januar des jeweiligen Folgejahres

§ 8

Change of Effective Date

In case the merger has not become effective until lapse of 31 January 2018 through registration with the commercial register of FinTech as acquiring entity, deviating from Sec. 1 para. 2 of this agreement the merger shall be based on the balance sheet of XCOM as transferring entity as of 31 December 2017 as closing balance sheet and the effective merger date pursuant to Sec. 4 of this agreement shall be postponded to 1 January 2018. In case of a further delay of the effectiveness of the merger until after 31 January of a respective subsequent year the effective dates shall be postponed in accordance with the foregoing stipulations

hinaus, verschieben sich die Stichtage entsprechend der vorstehenden Regelung jeweils um ein Jahr.

by one year each.

§ 9

Aufschiebende Bedingung, Wirksamwerden, weitere Vollzugshandlungen

9.1 Die Wirksamkeit dieses Vertrags steht unter der aufschiebenden Bedingung, dass der Beschluss der Hauptversammlung der XCOM nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der XCOM auf die FinTech als Hauptaktionärin in das Handelsregister der XCOM mit dem Vermerk nach § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG, dass der Übertragungsbeschluss erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung im Register der FinTech wirksam wird, eingetragen wird.

9.2 Die Verschmelzung wird vorbehaltlich des Eintritts der aufschiebenden Bedingung gemäß vorstehendem § 9 Abs. 1 mit Eintragung in das Handelsregister der FinTech wirksam. Einer Zustimmung der Hauptversammlung der XCOM zu diesem Vertrag bedarf es zum Wirksamwerden der Verschmelzung nach § 62 Abs. 4 Satz 1 und 2 UmwG nicht, da die Wirksamkeit dieses Vertrages nach § 9 Abs. 1 des Verschmelzungsvertrages unter der aufschiebenden Bedingung steht, dass ein Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung der XCOM als übertragender Gesellschaft nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG mit einem Vermerk nach § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG in das Handelsregister der XCOM eingetragen worden ist. Einer Zustimmung der Hauptversammlung der FinTech zu diesem Vertrag bedarf es gemäß § 62 Abs. 1 i.V.m. Abs. 2 Satz 1 UmwG nur dann, wenn Aktionäre der FinTech, deren Anteile zusammen 20 % des Grundkapitals der FinTech erreichen, die Einberufung einer Hauptversammlung verlangen, in der über die Zustimmung zur Verschmelzung beschlossen wird.

9.3 Die Parteien werden alle Erklärungen abgeben, alle Urkunden ausstellen und

§ 9

Conditon precedent, effectiveness, further measures for completion

9.1 This agreement shall become effective subject to the condition precedent that the resolution of the general meeting of XCOM pursuant to Sec. 62 para. 5 sentence 1 UmwG in connection with Sec. 327a para. 1 sentence 1 AktG on the transfer of the shares of the minority shareholders of XCOM to FinTech as principal shareholder has been registered with the commercial register of XCOM marked with the note that the Transfer Resolution will become effective simultaneously with the registration of the merger with the commercial register of FinTech.

9.2 The merger shall be effective subject to materialisation of the condition precedent pursuant to Sec. 9 para. 1 above upon registration with the commercial register of FinTech. The approval of this agreement by the general meeting of XCOM is not required for the effectiveness of the merger pursuant to Sec. 62 para. 4 sentence 1 and 2 UmwG, as pursuant to Sec. 9 para. 1 of this agreement the effectiveness of this agreement is subject to the condition precedent that the Transfer Resolution of the general meeting of XCOM as transferring entity pursuant to Sec. 62 para. 5 sentence 1 UmwG in connection with Sec. 327a para. 1 sentence 1 AktG is registered with the commercial register of XCOM with a note pursuant to Sec. 62 para. 5 sentence 7 UmwG. The approval of this agreement by the general meeting of FnTech is only required if shareholders of FinTech, whose shares together total the amount of 20% of the share capital of FinTech request a meeting in which the approval of the merger shall be resolved.

9.3 The Parties will make all declarations, issue all deeds, take all other measures and

sämtliche Handlungen vornehmen, die im Zusammenhang mit der Übertragung des Vermögens der XCOM zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Verschmelzung der XCOM auf die FinTech erforderlich oder zweckdienlich sind. Die XCOM gewährt der FinTech Vollmacht unter Befreiung von den Beschränkungen des § 181 BGB zur Abgabe aller Erklärungen, die zur Erfüllung der Verpflichtungen nach diesem § 9 Abs. 3 erforderlich oder zweckdienlich sind. Diese Vollmacht gilt über das Wirksamwerden der Verschmelzung hinaus.

perform all other legal acts necessary, which are required or expedient in connection with the transfer of the assets of XCOM at the effectiveness of the merger of XCOM into FinTech. XCOM grants power of attorney to FinTech under release from the restrictions under Sec. 181 of the German Civil Code to issue all declarations reqired or expedient under this Sec. 9 para. 3. This power of attorney shall remain valid after the effectiveness of the merger.

§ 10

Kosten und Steuern

10.1 Die durch diesen Vertag und seine Durchführung bei beiden Parteien entstehenden Kosten und Steuern trägt die FinTech. Gleiches gilt für die Kosten und Steuern des Vollzugs dieses Vertrages. Im Übrigen trägt jede Partei vorbehaltlich einer anderweitigen Vereinbarung ihre Kosten selbst. Diese Regelungen gelten auch, falls die Verschmelzung wegen des Rücktritts einer Partei oder aus anderem Grunde nicht wirksam wird.

10.2 Die XCOM verfügt über Grundbesitz.

§ 10

Costs and Taxes

10.1 The costs and taxes caused for both Parties by this agreement and its performance shall be borne by FinTec. The same applies to the costs and taxes for the performance of this agreement. Otherwise, and subject to an agreement to the contrary, either Party shall bear its own costs. These provisions shall also apply if the merger does not become effective due to a withdrawal of either Party of for any other reason.

10.2 XCOM owns real estate.

§ 11

Sonstiges

Dieser Verschmelzungsvertrag unterliegt deutschem Recht. Sollten einzelne oder mehrere Bestimmungen dieses Vertrages nichtig oder unwirksam sein oder werden, so wird dadurch die Wirksamkeit der übrigen Bestimmungen nicht berührt. In diesem Fall soll eine Bestimmung, die dem beabsichtigten Zweck der nichtigen oder unwirksamen Bestimmung in rechtlicher oder wirtschaftlicher Hinsicht so nahe wie möglich kommt, vereinbart werden. Entsprechendes gilt für die ergänzende Vertragsauslegung falls sich eine Lücke in diesem Vertrag ergeben sollte.

§ 11

Miscellaneous

This merger agreement is governed by German law. Should any provision of this Agreement be or be held or become invalid, ineffective or unenforceable, as a whole or in part, the validity or effectiveness or enforceability of the remaining provisions of this Agreement shall not be affected thereby. Any such invalid, ineffective, or unenforceable provision shall, to the extent permitted by statute, be deemed replaced by such valid, effective and enforceable provision which comes closest to the economic intent and purpose of such invalid or ineffective provision. The aforesaid shall apply mutatis mutandis to any contractual gap in this Agreement.

B.

Hinweise

Der Notar hat die Erschienenen über den weiteren Verfahrensablauf bis zum Wirksamwerden der Verschmelzung, auf den Wirksamkeitszeitpunkt sowie die Rechtsfolgen der Verschmelzung hingewiesen, insbesondere auf Folgendes:

Gläubigern beider Parteien ist auf Anmeldung und Glaubhaftmachung ihrer Forderungen hin nach Maßgabe des § 22 UmwG Sicherheit zu leisten.

Der Notar hat keine steuerliche Beratung der Erschienenen oder der von den Erschienenen Vertretenen vorgenommen.

B.

References

The notary public has informed the persons appearing of the procedure until the merger becomes effective, the effective date as well as the legal consequences of the merger, in particular he has pointed out the following:

Pursuant to Sec. 22 German Transformation Act, creditors of the parties have to be provided with securities upon request and establishing prima facie evidence for their claims.

The notary has not rendered any tax advice to the persons appeared or the parties represented by them.

C.

Vollmachten

Wir bevollmächtigen hiermit die Notariatsangestellten

C.

Powers of Attorney

We hereby authorize the notarial employees

Felice Bauch,
Kerstin Klimpel,
Cristina Maria de Oliveira da Conceição,

-sämtlich geschäftsansässig Friedrich-Ebert-Anlage 35-37, 60327 Frankfurt am Main -,

und zwar jeweils einzeln und unter Befreiung von den Beschränkungen des § 181 BGB, alle für den Vollzug dieser Urkunde erforderlichen oder zweckmäßigen Erklärungen abzugeben und entgegenzunehmen sowie alle hierzu dienlichen Rechtsgeschäfte und Rechtshandlungen vorzunehmen. Die Bevollmächtigten sind insbesondere befugt, zu diesem Zweck Gesellschafter- und Hauptversammlungen abzuhalten und Gesellschafterbeschlüsse jeder Art zu fassen. Von dieser Vollmacht kann nur vor dem Notar Dr. Dirk Stiller oder einem seiner amtlich bestellten Vertreter Gebrauch gemacht werden.

Im Innenverhältnis soll von diesen Vollmachten nur nach vorheriger Rücksprache mit dem betroffenen Vollmachtgeber Gebrauch gemacht werden.

- all with business address at Friedrich-Ebert-Anlage 35-37, 60327 Frankfurt am Main -,

each of them individually and under release from the restrictions of Sec. 181 German Civil Code, to issue and accept all declarations necessary or expedient for the execution of this deed and enter into all legal transactions and perform all legal actions useful therefor. In particular, the attorneys-in-fact are authorized to hold shareholders' and stockholders' meetings and to pass shareholders' and stockholders' resolutions of any kind to this end. This power of attorney may only be made use of before the notary Dr. Dirk Stiller or one of his officially appointed representatives.

Vis-à-vis the principal, the aforementioned persons shall only make use of their authorities after having conferred with the relevant principal.

Die deutsche Fassung der vorstehenden Niederschrift einschließlich Anlage 2.1 wurde den Erschienenen vom Notar vorgelesen, von ihnen genehmigt und die Niederschrift eigenhändig von ihnen und dem Notar wie folgt unterschrieben:

The German version of the above record including Annex 2.1 have been read out to the persons appearing by the notary and have been approved by them as well as signed by the persons appearing and the notary as follows:

ANLAGE 3

Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017

Allgemeine Auftragsbedingungen
für
Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften
vom 1. Januar 2017

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer" genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich schriftlich vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

(2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies ausdrücklich vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber.

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

(1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.

(2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen schriftlichen Vereinbarung.

(3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgerungen hinzuweisen.

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.

(2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten schriftlichen Erklärung zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

(1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

(2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkunternehmen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags schriftlich darzustellen hat, ist alleine diese schriftliche Darstellung maßgebend. Entwürfe schriftlicher Darstellungen sind unverbindlich. Sofern nicht anders vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie schriftlich bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Arbeitsergebnisse oder Auszüge von Arbeitsergebnissen – sei es im Entwurf oder in der Endfassung) oder die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber an einen Dritten bedarf der schriftlichen Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer behördlichen Anordnung verpflichtet.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

7. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlagen, Unterlassen bzw. unberechtigter Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2) Der Anspruch auf Beseitigung von Mängeln muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Ansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

(3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt.

(3) Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

(4) Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers her, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.

Alle Rechte vorbehalten. Ohne Genehmigung des Verlages ist es nicht gestattet, die Vordrucke ganz oder teilweise nachzudrucken bzw. auf fotomechanischem oder elektronischem Wege zu vervielfältigen und/oder zu verbreiten.
© IDW Verlag GmbH · Tersteegenstraße 14 · 40474 Düsseldorf
50261 . PN 55495/0/0

(5) Ein einzelner Schadensfall im Sinne von Abs. 2 ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden. Die Begrenzung auf das Fünffache der Mindestversicherungssumme gilt nicht bei gesetzlich vorgeschriebenen Pflichtprüfungen.

(6) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der schriftlichen Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde. Dies gilt nicht für Schadensersatzansprüche, die auf vorsätzliches Verhalten zurückzuführen sind, sowie bei einer schuldhaften Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit sowie bei Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Ändert der Auftraggeber nachträglich den durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschluss oder Lagebericht, darf er diesen Bestätigungsvermerk nicht weiterverwenden.

Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit schriftlicher Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

(2) Widerruft der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk, so darf der Bestätigungsvermerk nicht weiterverwendet werden. Hat der Auftraggeber den Bestätigungsvermerk bereits verwendet, so hat er auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers den Widerruf bekanntzugeben.

(3) Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichtsausfertigungen. Weitere Ausfertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlenangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen; dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte Unrichtigkeiten hinzuweisen.

(2) Der Steuerberatungsauftrag umfasst nicht die zur Wahrung von Fristen erforderlichen Handlungen, es sei denn, dass der Wirtschaftsprüfer hierzu ausdrücklich den Auftrag übernommen hat. In diesem Fall hat der Auftraggeber dem Wirtschaftsprüfer alle für die Wahrung von Fristen wesentlichen Unterlagen, insbesondere Steuerbescheide, so rechtzeitig vorzulegen, dass dem Wirtschaftsprüfer eine angemessene Bearbeitungszeit zur Verfügung steht.

(3) Mangels einer anderweitigen schriftlichen Vereinbarung umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

a) Ausarbeitung der Jahressteuererklärungen für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer sowie der Vermögensteuererklärungen, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise

b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern

c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden

d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern

e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

Der Wirtschaftsprüfer berücksichtigt bei den vorgenannten Aufgaben die wesentliche veröffentlichte Rechtsprechung und Verwaltungsauffassung.

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger schriftlicher Vereinbarungen die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

(5) Sofern der Wirtschaftsprüfer auch Steuerberater ist und die Steuerberatervergütungsverordnung für die Bemessung der Vergütung anzuwenden ist, kann eine höhere oder niedrigere als die gesetzliche Vergütung in Textform vereinbart werden.

(6) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer, Einheitsbewertung und Vermögensteuer sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für

a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrsteuer, Grunderwerbsteuer,

b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,

c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und

d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

(7) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergünstigungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzugs wird nicht übernommen.

12. Elektronische Kommunikation

Die Kommunikation zwischen dem Wirtschaftsprüfer und dem Auftraggeber kann auch per E-Mail erfolgen. Soweit der Auftraggeber eine Kommunikation per E-Mail nicht wünscht oder besondere Sicherheitsanforderungen stellt, wie etwa die Verschlüsselung von E-Mails, wird der Auftraggeber den Wirtschaftsprüfer entsprechend in Textform informieren.

13. Vergütung

(1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und Auslagenersatz verlangen und die Auslieferung seiner Leistung von der vollen Befriedigung seiner Ansprüche abhängig machen. Mehrere Auftraggeber haften als Gesamtschuldner.

(2) Ist der Auftraggeber kein Verbraucher, so ist eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

14. Streitschlichtungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an Streitbeilegungsverfahren vor einer Verbraucherschlichtungsstelle im Sinne des § 2 des Verbraucherstreitbeilegungsgesetzes teilzunehmen.

15. Anzuwendendes Recht

Für den Auftrag, seine Durchführung und die sich hieraus ergebenden Ansprüche gilt nur deutsches Recht.